



Sistema Financeiro e Crescimento Económico
- Estimação do Impacto das Finanças no Crescimento dos
Países da União Europeia

Luís Carlos Barbosa

Dissertação de Mestrado

Mestrado em Contabilidade e Finanças

Porto – Outubro de 2015

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO



Sistema Financeiro e Crescimento Económico
- Estimação do impacto das Finanças no crescimento dos
países da União Europeia

Luís Carlos Barbosa

Dissertação de Mestrado
Apresentado ao Instituto de Contabilidade e Administração do
Porto para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças,
sob orientação da Doutora Maria Clara Dias Pinto Ribeiro

Porto – Outubro de 2015

INSTITUTO SUPERIOR DE CONTABILIDADE E ADMINISTRAÇÃO DO PORTO
INSTITUTO POLITÉCNICO DO PORTO

Resumo

Os resultados que a atual crise, iniciada em 2008, de cariz inicialmente financeira mas que teve, e tem, importantes repercussões na economia real a nível mundial, tornaram protagonista a discussão sobre a possível relação entre o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico. Os vários países afetados, em particular os países da União Europeia, têm reunido esforços para reformular as políticas económicas e financeiras como forma de recuperar as economias e evitar futuras crises. Os custos e efeitos da crise fizeram emergir vários estudos que põem em causa a correlação assumida como sempre positiva entre o desenvolvimento da vertente financeira e o crescimento da economia real que até aqui era tida como certa.

O principal objetivo desta dissertação é analisar a forma como o rápido crescimento e uma sobredimensão do Setor Financeiro, motivado essencialmente pela desregulação financeira e pelo *boom* financeiro registado a partir dos anos 90, podem influenciar o crescimento da economia real, fazendo emergir a tese da existência de um limiar a partir do qual o efeito das finanças no crescimento económico pode ser perverso.

A literatura sobre a relação entre o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico não é unívoca quanto ao sinal entre as duas vertentes, havendo uma leitura recente em que a taxa de crescimento e a excessiva dimensão financeira, desviando demasiados recursos dos outros setores da economia, podem ser um entrave à sustentação do crescimento da economia real.

Tentando confirmar ou infirmar a existência de um limiar de crescimento da economia real decorrente da vertente financeira (transmitido, sobretudo, pelo crédito ao setor privado e pelo emprego financeiro), foi feita uma análise econométrica, com dados em painel com base nos países da União Europeia no período de 1990 a 2010.

Os resultados obtidos apontam para a confirmação da hipótese da existência de um limiar de crescimento, em particular a relação “parabólica” existente entre o Financiamento e o Crescimento. Adicionalmente, o estudo revela uma influência negativa dos gastos públicos sobre o crescimento.

Palavras-chave: Crescimento Económico, Desenvolvimento Financeiro, Dados em Painel, União Europeia.

Abstract

The consequences brought by the current crisis – which begun in 2008 and is of financial nature, although having important repercussions on the real economy on an international scale – shed light on the discussion about a possible relationship between the Financial System and Economic Growth. The several affected countries, in particular those belonging to the European Union, have been uniting efforts in order to reformulate economic and financial policies as a way of recovering the economies and avoiding future crisis. The crisis' costs and effects caused several studies to emerge, studies which question the assumed positive correlation between the development of the financial side and the real economy's growth, which until now had been taken as certain.

This dissertation's main goal is to analyse the way in which the Financial Sector's fast growing and super dimension, mainly encouraged by the financial dysregulation and by the financial *boom* verified from the 90s, can influence the real economy's growth, making the thesis on the existence of a line beyond which the finance's effect on the economy may be perverse rise.

The literature on the relationship between the Financial System and the Economic Growth is not entirely consensual on the signal between both sides – there is a recent read in which the growth rate and the excessive financial dimension can be an obstacle to the real economy's sustainable growth by deviating too many resources from other sectors of the economy.

To try and confirm or infirm the existence of a real economy's growth threshold derived from the financial side (mainly transmitted by credit to the private sector and by financial employment), an econometric analysis was made, with panel data based on the European Union's countries, the time span being from 1990 to 2010.

The obtained results suggest confirmation of the existence of a growth threshold's hypothesis, in particular concerning the “parabolic” relationship between Financing and Growth. Additionally, the study reveals a public expenditure's negative impact on growth.

Key-words: Economic Growth, Financial Development, Panel Data, European Union

Dedicatória

Àos meus Pais e irmãos.

Agradecimentos

Começo por agradecer especialmente à minha orientadora Doutora Maria Clara Ribeiro, pela imediata disponibilidade para orientar esta dissertação e pelo acompanhamento e incentivo desde a definição do tema, até a conclusão do trabalho.

Agradeço da mesma forma ao Doutor Francisco Martins pela preciosa ajuda no estudo econométrico que foi fundamental para este trabalho.

Agradeço também aos meus colegas e amigos José Ramos Fernandes, Aquilino Correia, Francisco Freitas, Diana Costa, João Santos Regalado e Tiago Alexandre pelos vários trabalhos realizados, horas de estudo e experiências que partilhamos.

Por fim, agradeço ao Manuel Freitas pela amizade e pelos conselhos que recebi desde meu primeiro dia como aluno do ISCAP.

Índice

Resumo.....	i
Abstract	ii
Dedicatória	iii
Agradecimentos.....	iv
Índice de tabelas.....	vii
Índice de figuras.....	viii
Índice de Quadros.....	ix
Introdução	1
1. Enquadramento	1
2. Motivação e justificação do tema	2
3. Objetivo	2
4. Questões de partida da investigação e hipótese	3
5. Metodologia	5
6. Estrutura da dissertação	6
Capítulo I: Enquadramento teórico em torno do Sistema Financeiro	8
I.1. Conceito de Sistema Financeiro	8
I.2. Sistema de Bancos e Sistema de Mercados	10
1) Aquisição de informação e Fiscalização	14
2) Mobilização e alocação de recursos	16
3) Gestão do Risco.....	17
I.3.1. A taxa de poupança	20
Capítulo II - A relação entre o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico	23
II.1. Abordagens teóricas na literatura	25
II.2. Relação Negativa e limiar de crescimento	27
II.2.1. A crise financeira (2008 — 2012).....	28
II.2.2. Relação negativa e limiar de crescimento	31

II.2.3. Alguns estudos empíricos.....	37
Capítulo III: Estudo empírico do impacto do Financiamento sobre o Crescimento Económico nos países da União Europeia (1990-2010).....	44
III.1. Objetivos	44
III.2. Metodologia e Resultados	45
III.2.1. Análise descritiva e caracterização das variáveis.....	45
III.2.4. Os modelos e a amostra. Os resultados da estimação	52
Conclusões	63
Bibliografia.....	65
Apêndice	1
Anexos.....	4

Índice de tabelas

Tabela 1: Desagregação setorial das instituições financeiras	9
Tabela 2: Fusões e aquisições dos 5 maiores bancos a operar em Portugal	35
Tabela 3: Variação anual do crédito ao setor não financeiro.....	43

Índice de figuras

Figura 1: Esquema do funcionamento do Sistema Financeiro	13
Figura 2: Processo de estímulo do crescimento económico.....	20
Figura 3: Evolução dos Seguros de saúde (em %).	22
Figura 4: Crescimento anual do crédito privado e da produtividade	32
Figura 5: Evolução do crédito Privado (1990-2012).....	32
Figura 6: Evolução do PIB na união europeia.....	33
Figura 7: Correlação entre o tipo de financiamento e o crescimento	41
Figura 8: Composição do crédito em Portugal.	42
Figura 9: Evolução do financiamento por destinatário.....	43
Figura 10: Comportamento das variáveis incluídas na análise empírica – Taxas de Crescimento	48
Figura 11: Curva em U invertida que relaciona a taxa de crescimento do Crédito Privado com a taxa de crescimento do PIB (médias móveis de cinco anos)	57

Índice de Quadros

Quadro 1: Síntese das variáveis incluídas nos modelos-incluir fonte.....	47
Quadro 2: Estatísticas Descritivas (variáveis originais).....	49
Quadro 3: Correlação entre as variáveis (originais) incluídas nos modelos	50
Quadro 4: Modelo 1	53
Quadro 5: Modelo 2	54
Quadro 6: Modelo 3	55
Quadro 7: Modelo 4	56
Quadro 8: Efeito país	58
Quadro 9: Efeitos temporais.....	59
Quadro 10: Modelo C1.....	60
Quadro 11: Modelo C2.....	61

Introdução

1. Enquadramento

Uma das principais conclusões que é habitualmente aceite nos estudos sobre a economia moderna é a de que existe uma correlação positiva entre o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico. Um sistema financeiro desenvolvido e em crescimento funciona como que um “motor propulsor” do crescimento económico. Vários autores conseguiram estabelecer uma relação de causalidade entre o desenvolvimento financeiro e o crescimento económico.

A desregulação do sistema financeiro que levou à crise económica de 2008 veio pôr em causa esta relação e fez com que vários autores tivessem uma visão mais crítica sobre a relação entre o sistema financeiro e o crescimento económico. A crise veio ilustrar como um sistema financeiro mal organizado pode influenciar perversamente a economia real: direta e indiretamente determina o desperdício de recursos, o desencorajamento da poupança e o incentivo à especulação, fatores que influenciam a diminuição do investimento e a má alocação dos recursos escassos que podem propiciar a estagnação da economia.

Recentemente, investigadores do Bank for International Settlements (BIS) e do Fundo Monetário Internacional (FMI) sugeriram que o nível de desenvolvimento financeiro só é bom até certo ponto, a partir do qual torna-se num entrave ao crescimento económico. Isto implica que a relação entre finanças e crescimento assume a forma de um “U invertido” onde há um ponto de viragem no sentido do crescimento económico.

Este trabalho visa analisar a relação entre o sistema financeiro e crescimento económico numa perspetiva crítica apontando os efeitos negativos que um *boom* financeiro pode ter na economia e que podem ser um entrave ao crescimento económico. Inicialmente o estudo irá analisar o sistema financeiro, a sua estrutura, os intermediários, as suas funções e os canais através dos quais influencia o crescimento. Posteriormente será analisada a literatura defensora da existência de um relacionamento negativo entre o sistema financeiro e o crescimento económico como forma de enquadramento teórico. Por fim, será avaliada a hipótese da existência de um “limiar”

de crescimento através da construção de um modelo econométrico para tentar determinar esse “limiar” para os países da União Europeia.

2. Motivação e justificação do tema

Tradicionalmente, o crescimento económico e a dinâmica financeira são assumidos como duas faces da mesma moeda, ou seja, o desenvolvimento da capacidade creditícia é propiciadora de crescimento económico de uma economia. Em particular a partir da crise de 2008, os dados empíricos parecem infirmar a linearidade deste raciocínio, surgindo como um campo de investigação promissor o estudo desta nova realidade nas economias desenvolvidas. A migração desta crise aparentemente de cariz só financeira para a economia real (com particular incidência nos países da União Europeia, nos países da Zona Euro, nos países do sul da Europa e em Portugal) afigura-se como uma área de análise relevante e atual.

Este tema apresenta-se pertinente uma vez que vai permitir avaliar a veracidade e utilidade das teses que sustentaram a relação positiva entre o sistema financeiro e o crescimento económico.

Sendo a minha formação de base a contabilidade e as finanças, tenho particular apetência por desenvolver competências adicionais na área financeira com a ligação à ciência económica, numa ótica macroeconómica e de economia financeira.

3. Objetivo

O objetivo principal deste estudo é o de analisar os efeitos macroeconómicos do desenvolvimento do sistema financeiro, mais concretamente a influência positiva ou negativa que pode exercer sobre o crescimento da economia real. Assim, pretende-se, fazendo uso de um modelo de investigação com recurso a medidas estatísticas descritivas de tendência central e de dispersão, e de um modelo de regressão linear múltiplo, estimar em que medida cada uma das variáveis dependentes associadas à dinâmica financeira da economia (em particular, a taxa de crescimento da média móvel a cinco anos do crédito concedido pelas instituições creditícias a particulares e a empresas, em relação ao produto interno bruto, e a taxa de crescimento da média móvel do emprego financeiro em relação à população ativa) captam e explicam a dinâmica do

crescimento real da economia de cada país da União Europeia (mensurado pela média da produção por trabalhador em cada ano). É nossa intenção proceder à caracterização da dinâmica do crescimento económico dos países a analisar relativamente aos efeitos da envolvente financeira, com introdução de variáveis binárias que pretendem captar os efeitos estruturais do alargamento a leste (com início em 2004) e da crise emergente após 2008.

O paradigma de investigação deste estudo baseia-se em teorias positivistas (enquanto métodos reproduzíveis e generalizáveis, capazes do estabelecimento de objetivos de causa-efeito, obtidos pela aplicação de métodos quantitativos de investigação).

Objetivos específicos:

1. Explicar o funcionamento do sistema financeiro (funcionalidade, intermediários e canais) e a forma como pode influenciar o crescimento económico;
2. Avançar com a hipótese de que a relação entre sistema financeiro e crescimento económico assume a forma de um “U invertido”, ou seja, que o desenvolvimento financeiro só é bom para o crescimento até certo ponto e que a partir de um “limiar” se pode constituir como um entrave;
3. Construir um modelo econométrico que permita estimar esse limiar para o conjunto dos países da União Europeia;
4. Prever as implicações a nível das políticas económico-financeiras que a confirmação ou infirmação daquela hipótese da existência de possíveis efeitos perversos do *boom* financeiro sobre o crescimento da economia real (relação U-invertido).

4. Questões de partida da investigação e hipótese

A recente crise veio demonstrar os efeitos (devastadores) que uma crise financeira pode ter na economia a nível global e da necessidade de maior controlo e regulação dos sistemas financeiros. As consequências da crise levantaram novas questões sobre a relação entre o sistema financeiro e o crescimento económico.

Este trabalho pretende responder às seguintes questões:

Os estudos antes da crise de 2008 apontavam, genericamente, para uma correlação positiva entre o aumento da atividade creditícia e o crescimento económico das economias. No entanto, como justificar o facto de existirem países com elevado crescimento financeiro e com défice de crescimento económico? Mais e melhor sistema financeiro significa necessariamente maior crescimento económico? A correlação entre estas duas variáveis é necessariamente sempre positiva?

Por exemplo como justificar o facto de economias como a de Portugal, Reino Unido e Dinamarca onde o crédito privado em relação ao PIB foram de 160%, 180% e 200%¹, respetivamente, e no entanto enfrentaram graves problemas de crescimento económico, ainda que de dimensão diversa?

Por outro lado, países como a Índia onde o crédito do setor privado foi de apenas 50% do PIB continuaram a registar crescimento económico.

Esta realidade plural remete para mais duas questões de investigação adicionais. Será que existe um “limiar” de crescimento entre o sistema financeiro e o crescimento económico? Na eventualidade da existência desse “limiar” (a partir do qual o sistema financeiro pode ser uma entrave ao crescimento económico) que implicações poderão decorrer ao nível das políticas económico-financeiras?

Pretende-se, assim, saber de que forma um *boom* no crescimento do setor financeiro (aumento rápido da atividade creditícia no período anterior à crise de 2008) afeta o crescimento económico dos países.

A hipótese de investigação é a de que o efeito do sistema financeiro sobre o crescimento económico não é, de forma linear, sempre positivo, havendo um ponto de viragem a partir do qual o crédito privado concedido por um país tem efeitos perversos sobre o crescimento desse mesmo país.

¹ (Cecchetti & Kharroubi, 2012)

5. Metodologia

A construção metodológica a efetuar procurará relacionar a dimensão do sistema financeiro de um conjunto de países (países da União Europeia) com o seu crescimento económico, através da estruturação de um modelo econométrico de dados em painel (dados cronológicos e seccionais, entre os países).

Como forma de caracterização inicial do modelo, proceder-se-á a uma análise estatística descritiva das variáveis explicativas do crescimento económico.

Em seguida, construiremos um modelo tendo como variável dependente, endógena ou a explicar a média de cinco anos da taxa de crescimento da produtividade por trabalhador, como forma de captar o crescimento económico de um país². As variáveis explicativas iniciais serão:

1. O nível do desenvolvimento financeiro de um país, medido pela média de cinco anos da taxa de crescimento do crédito privado (a empresas e a particulares) concedido pelas instituições creditícias³;
2. As variáveis de controlo em cada país, variáveis económicas e demográficas, tais como a média móvel de cinco anos: da população ativa, do grau de abertura ao exterior (medido pelo *ratio* entre exportações e importações no Produto Interno Bruto), o *ratio* dos gastos públicos em relação ao Produto Interno Bruto e a inflação. Estas variáveis, uma vez que o processo de estimação comporta dados em painel, pretendem explicitar as diferenças económicas existentes entre os países;
3. As variáveis *dummy* ou binárias para explicitar cada país;
4. As variáveis *dummy* ou binárias para captar fenómenos cronológicos estruturais como: o alargamento a leste em 2004 e o período após a crise de 2008.

² Assume-se médias de 5 anos para as variáveis económicas relevantes no modelo, no sentido de captar efeitos de médio prazo, expurgando efeitos meramente conjunturais.

³ A literatura aponta para a necessidade da introdução adicional da variável quadrática desta variável, decorrente do comportamento parabólico da relação entre a produtividade e o crédito privado (Kharroubi & Cecchetti, 2012,pág. 2)

5.1. Caracterização da Amostra. Dados.

Os dados em painel correspondem a uma amostra seccional que se reporta aos 28 países pertencentes à União Europeia. A série cronológica incluirá dados de 1990 a 2010.

Recorrer-se-á a bases de dados internacionais, nomeadamente do Banco Mundial (Word Bank Financial Struture and Development Database), da OCDE (Strutural Analysis Database) e do Eurostat.

Recorrer-se-á ao Eviews para o tratamento estatístico e econométrico dos dados.

5.2. Resultados Esperados

O setor financeiro tem um efeito não linear sobre o crescimento económico, com implicações que podem ser perversas a partir de uma determinada dimensão (ou limiar).

Um segundo resultado esperado é que o sistema financeiro pode ser um entrave ao próprio crescimento económico, ao competir com a economia real por recursos escassos, levando à necessidade de políticas seletivas no desenho dos sistemas financeiros nacionais.

Interessante será estudar o comportamento de economias integradas no espaço europeu mas de dimensões e dinâmicas muito diversas quanto a estas questões. Espera-se que países com economias mais débeis, e com menores recursos, como é o caso de países da Europa de leste, tenham efeitos nefastos acrescidos com o *boom* do setor financeiro sobre a performance da economia real (em relação a países mais robustos economicamente).

6. Estrutura da dissertação

A dissertação é composta pelos seguintes capítulos:

Introdução onde se contextualiza de forma geral o tema, justificando a sua importância, apresentando as motivações que estiveram na base da sua escolha, os objetivos a que se propõe, e por fim uma breve abordagem aos resultados espectáveis.

Capítulo I – É desenvolvida a revisão de literatura sobre as questões relacionadas com o sistema financeiro: conceito, tipologia e funcionalidade.

Capítulo II – Neste capítulo será abordada a relação entre o sistema financeiro e o crescimento económico analisando alguns estudos empíricos, inicialmente sobre a suposta relação positiva e concluindo com a teoria da existência de uma relação não linear entre as variáveis e de um limiar de crescimento.

Capítulo III – Neste capítulo vão ser explorados os modelos econométricos com dados em painel que permitam aceitar ou infirmar duas hipóteses de investigação principais: o crescimento do Crédito ao setor Privado influencia positivamente o crescimento do PIB por trabalhador (H1); e o crescimento da atividade financeira na economia (medido pelo peso do Emprego Financeiro na População Ativa) influencia positivamente o crescimento do PIB por trabalhador (H2).

Finalmente serão explicitadas as principais conclusões do estudo, as suas limitações e as questões de investigação futura.

Capítulo I: Enquadramento teórico em torno do Sistema Financeiro

I.1. Conceito de Sistema Financeiro

Numa economia, alguns agentes económicos geralmente gastam mais do que aquilo que ganham e, por isso, precisam de empréstimos. Outros ganham mais do que aquilo que gastam e precisam de um lugar para guardar as suas poupanças. Os mercados e os intermediários financeiros⁴ surgem assim para realizar a tarefa essencial de canalizar os fundos daqueles que tem excesso para aqueles que carecem de fundos. Importa aqui realçar que o conceito de poupança relevante para o crescimento económico envolve não apenas a poupança das famílias, mas também, das empresas e dos governos (Gordon, 2000)

“O sistema financeiro compreende o conjunto de instituições financeiras que asseguram, essencialmente, a canalização da poupança para o investimento nos mercados financeiros, através da compra e venda de produtos financeiros. Estas instituições asseguram um papel de intermediação entre os agentes económicos que, num dado momento, podem-se assumir como aforradores e, noutros momentos, como investidores” (ou como credores e devedores) (Associação Portuguesa de Bancos, 2015).

O propósito do Sistema financeiro é o de canalizar fundos dos agentes com excedentes para os agentes com défices. Os Sistemas Financeiros canalizam, assim, as poupanças das famílias para o setor produtivo e alocam fundos de investimento entre empresas. No entanto, a noção de que o sistema financeiro apenas canaliza os recursos entre famílias e empresas é uma simplificação. Não se pode ignorar a importância dos governos no funcionamento do sistema financeiro. Os governos têm em seu poder uma grande quantidade de fundos que são muito importantes principalmente em épocas de recessão ou para financiar grandes infraestruturas (Allen & Gale, 2001).

Podemos assim afirmar que, em termos gerais, o sistema financeiro tem como finalidade transferir os recursos em poder dos aforradores e outras entidades (o Estado, por exemplo) para o setor produtivo ou para o setor de consumo. É constituído

⁴ Podemos definir **Mercados Financeiros** como sendo mercados organizados onde os valores mobiliários e os instrumentos financeiros são transacionados; e **Intermediários Financeiros** como instituições que fazem empréstimos, arrecadam fundos e frequentemente aceitam depósitos.

basicamente pelos mercados (onde os agentes realizam operações de compra, venda e troca de ativos financeiros), por instituições financeiras e pelas entidades reguladoras.

O sistema financeiro pode ser constituído fundamentalmente por três segmentos:

1. O setor bancário (bancos, instituições financeiras internacionais, instituições parabancárias e autoridades monetárias) que aceita depósitos e concede empréstimos;
2. O setor segurador (seguros e resseguros) que garante um pagamento em caso de ocorrência de uma determinada contingência;
3. e o financeiro (Bolsas de Valores, de Mercadorias e de Derivados) que permite o acesso direto ao mercado (Brito, 2009).

As instituições financeiras podem ser classificadas de acordo com a atividade que desempenham. Essa classificação é importante uma vez que nem todas as entidades estão sujeitas ao mesmo tipo de regulação e estão limitadas ao exercício de algumas atividades. Podemos classificar as instituições financeiras em⁵:

- 1) **Instituições de crédito** – são as entidades que essencialmente recebem depósitos e concedem empréstimos.
- 2) **Sociedades financeiras** – são as entidades que não sejam instituições de crédito e que exercem outros tipos de atividades

Tabela 1: Desagregação setorial das instituições financeiras

		Banco de Portugal		Obs.
		Outras Instituições Financeiras monetárias	• Bancos • Caixas económicas • Fundos de mercado monetários, etc.	
Instituições Financeiras	Instituições Financeiras monetárias (IFM)			IC IC
		Outros intermediários financeiros	• Sociedades de capital de risco • Sociedades de factoring • Sociedades Financeiras • SGPS do setor financeiro, etc.	SF IC SF OEE
	Instituições Financeiras não monetárias (IFNM)			
		Auxiliares financeiros	• Agências de Câmbio • Sociedades corretoras • Sociedades gestoras de fundos de investimento e de patrimónios, etc.	SF SF SF
		Sociedades de seguros e fundos de pensões		
		Fundos de investimento		
		Instituições financeiras cativas e prestamistas		

Fonte: Adaptada Associação Portuguesa de Bancos (2015)

⁵ Ver a desagregação completa no anexo 1 de acordo com o Banco de Portugal

Os mercados financeiros fundamentalmente são compostos: pelos mercados Monetários, de Créditos, de Câmbios e de Capitais (Barros et al, 2014).

I.2. Tipologias de Sistemas financeiros

Apesar do conceito de sistema financeiro ser apresentado de uma forma única, o sistema financeiro varia de país para país e de acordo com as características de cada país. Podendo assim variar na sua estrutura, nível e dimensão. Tipicamente têm-se assumido a divisão em dois tipos (Brito, 2009; Levine & Demirgüç-Kunt, 2002):

- 1) Os assentes no sistema bancário, (são exemplos a Alemanha, Japão e França), segundo o qual os bancos são o núcleo do sistema financeiro e os maiores impulsionadores do desenvolvimento financeiro; e
- 2) Os assentes no sistema de mercados de capitais (são exemplos o EUA e Reino Unido) onde os mercados são os maiores impulsionadores do desenvolvimento financeiro e consequentemente do crescimento económico.

Esta dualidade de Sistemas e a desigualdade de desenvolvimento financeiro entre países com o mesmo tipo de sistema e entre países com sistemas diferentes faz com que, ao avaliar o impacto do sistema financeiro no crescimento económico, inevitavelmente surja a questão sobre qual dos sistemas, assente nos bancos ou nos mercados, seja o mais eficiente no desempenho das suas funções e que melhor promova o crescimento económico. No entanto, apesar dos vários trabalhos empíricos que comparam os dois sistemas, não existem claras evidências da supremacia de um sistema em relação à outra.

Os vários estudos apresentam as vantagens e desvantagens de cada sistema sem nunca concluir assertivamente sobre qual o mais eficiente no estímulo do crescimento económico⁶.

Se por um lado o sistema assente nos bancos permite uma melhor mobilização das poupanças, identifica as melhores oportunidades de investimento e exerce um maior

⁶ São exemplos: Allen e Gale (2001) – “Comparative Financial Systems: A Survey” ; Levine e Demirgüç-Kunt (1999) – “Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons”.
Levine e Demirgüç-Kunt (2002) – “Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which is better?”

controle sobre os gestores e empresas, por outro lado, o sistema de mercados permite uma maior alocação de capital (principalmente para as empresas de investigação e desenvolvimento), fornece diversas ferramentas de gestão e diversificação do risco e permite mitigar os problemas associados aos grandes bancos (Levine & Demirgüç-Kunt, 2002).

A comparação entre os dois sistemas não constitui assim um indicador de qual o melhor no estímulo do crescimento económico uma vez que cada um dos sistemas possui as suas vantagens e desvantagens (ver **apêndice 1**).

A mesma ideia é partilhada por Júnior e Silva (2004, pág.2) que conclui sobre a não existência de evidências de preponderância de um sistema em relação a outro através de quatro países com sistemas e historico de crescimento diferentes:

“Países como Alemanha e Paquistão têm sistemas baseados em bancos e pertencem a grupos diferentes quanto ao crescimento. Estados Unidos e Filipinas têm sistema baseado em mercados de capitais e também pertencem a grupos diferentes. No entanto, Alemanha e EUA têm sistemas diferentes, mas crescimento histórico semelhante. O mesmo paralelo pode ser feito quanto a Paquistão e Filipinas.”

Não havendo então provas de que um sistema se sobrepõe a outro, a análise do sistema financeiro será feita através das funções desempenhadas pelo sistema financeiro independentemente do tipo de sistema, ou seja, iremos seguir uma abordagem funcional.

De acordo com esta visão funcional a principal questão não reside na comparação entre Bancos e Mercados, mas sim em criar um ambiente onde os intermediários e os mercados possam prestar serviços financeiros sólidos que possam estimular o crescimento económico Levine e Demirgüç-Kunt (2002).

Uma outra justificação para utilização da abordagem funcional reside no fato dos elementos que compõem o sistema financeiro (instituições, mercados e instrumentos financeiros) serem muito mais instáveis do que a função financeira e apresentam grandes diferenças entre países e ao longo de tempo. A função financeira por sua vez permanece relativamente estável (Aguilar & Drummond, 2004).

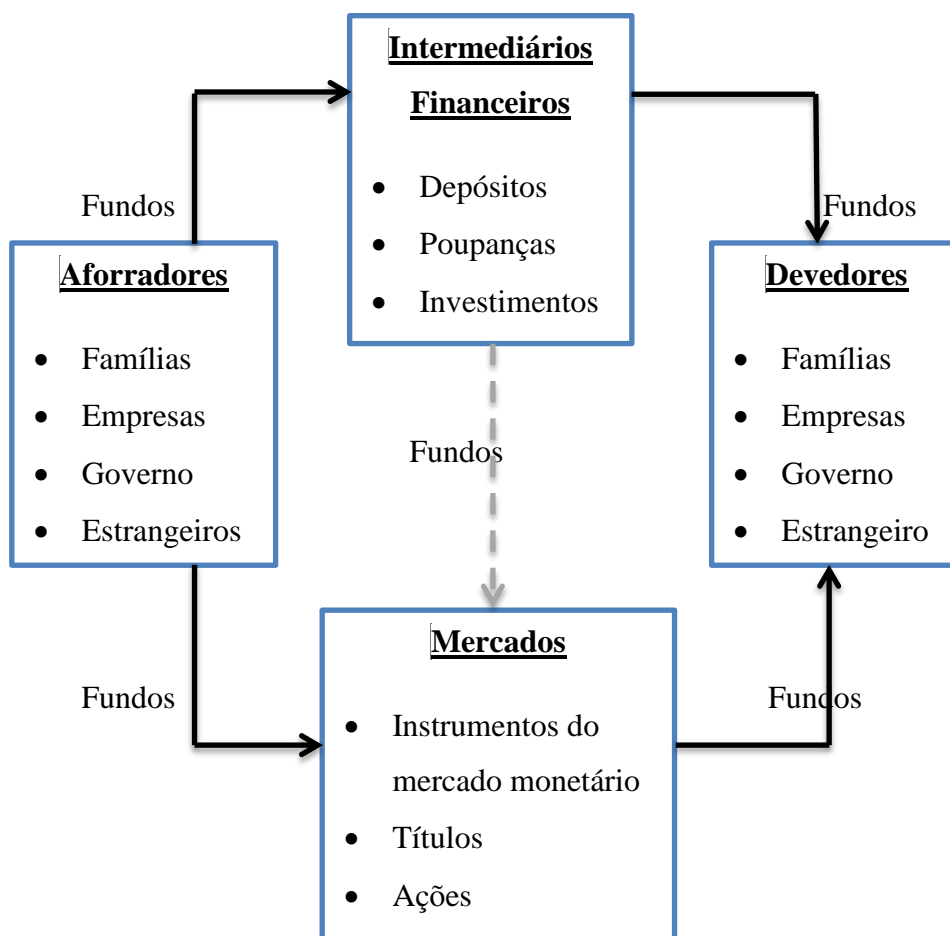
A função financeira altera-se menos frequência ao longo do tempo e varia menos entre países, embora existam diferenças em termos da qualidade dos serviços financeiros, tipo de instrumentos, mercados e instituições que surgem para prestar esses serviços (Merton & Bodie, 1995; Levine, 1997).

Os contratos, mercados e intermediários financeiros emergiram para atenuar as imperfeições do mercado e prestar serviços financeiros com a finalidade de reduzir os custos de transação e a assimetria de informação. Ao desempenhar as suas funções (avaliar potenciais oportunidades de investimentos, exercer o controlo corporativo, facilitar a gestão de risco, aumentar liquidez e facilitar a mobilização das poupanças) de forma mais ou menos eficiente o sistema financeiro irá estimular o crescimento económico independentemente de ser assente nos bancos ou nos mercados (Levine & Demirgüç-Kunt, 1999).

I.3. Funcionalidades do Sistema Financeiro

Como já foi referido no ponto anterior, os custos de transação e de aquisição de informação criaram o incentivo para o aparecimento das instituições e mercados financeiros. Ao emergir para melhorar o custo de transação e de informação, o sistema financeiro desempenha a sua função primária e principal que é o de mobilizar e facilitar a alocação de recursos no tempo e no espaço. **A figura 1** demonstra a função dos intermediários e mercados na mobilização de fundos (poupanças) dos agentes com excesso para os agentes com défice.

Figura 1: Funcionamento do Sistema Financeiro



Fonte: Adaptado Gordon (2000, pág.291)

Da análise da **Figura 1** é facilmente perceptível a existência de duas formas distintas para canalizar os fundos dos aforradores para os investidores e outros utilizadores. É o que a Comissão Europeia (2014) define como intermediação direta e indireta⁷:

- 1) A **intermediação direta** ocorre quando os fundos são canalizados diretamente através dos mercados sem a utilização de um intermediário. Isso acontece quando os aforradores compram dívida ou capital próprio directamente a partir do mutuário que emite esses títulos financeiros (em mercados de capitais);

⁷ Esta separação entre intermediação direta e indireta nem sempre é muito clara uma vez que a própria intermediação direta, na maioria das vezes, é intermediada por corretores, gestores de investimentos, consultores, etc. (Comissão Europeia, 2014).

- 2) A **intermediação indireta** ocorre quando a canalização dos fundos é feita via um intermediário financeiro, nomeadamente bancos, fundos de pensões, seguros, etc.

A principal função do sistema financeiro pode ser desagregada para facilitar a sua análise e a dos “veículos” que utiliza para estimular o crescimento económico, tal como foi feito por Merton e Bodie (1995); Levine (1997); Aguiar & Drummond (2004)⁸. Decompomos a função primária em três:

- 1) Aquisição de informação e Fiscalização
- 2) Mobilização e alocação de recursos;
- 3) Gestão de Risco.

1) Aquisição de informação e Fiscalização

O Sistema Financeiro desempenha esta função em dois momentos distintos: antes do investimento (aquisição de informação) e depois do investimento (Fiscalização).

Os aforradores, normalmente, estão relutantes em investir as suas poupanças em investimentos sobre os quais detêm pouca informação. Na ausência do sistema financeiro cada investidor individual teria de adquirir individualmente informação sobre todos os investimentos em que quisesse participar.

Num cenário caracterizado pela existência de custo de informação, seria muito dispendioso e os investidores individuais poderiam não ter tempo, nem capacidade para avaliar empresas, gestores e condições de mercado. Esta situação faz com que os investidores não se sintam motivados para recolher informações, o que pode inviabilizar o investimento ou culminar com a realização de investimentos improdutivos (Levine, 1997; Aguiar & Drummond, 2004).

A emergência de instituições financeiras especializadas na recolha e tratamento de informação sobre os investimentos surge como facilitador da aquisição de informação.

Os intermediários financeiros ao recolherem informações sobre empresas, empresários e gestores, e beneficiando de economia de escala, conseguem diminuir o

⁸ Apesar de todos estes autores terem feito essa desagregação na análise funcional do Sistema Financeiro, cada um optou por uma desagregação diferente.

custo de aquisição de informação. Desta forma, em vez dos investidores individuais terem de ganhar habilidade para adquirir e avaliar (individualmente) a informação sobre vários investimentos, basta recorrer ao intermediário que assim faz diminuir o custo, o tempo, e aumenta a qualidade da informação disponível (Levine, 1997; Aguiar & Drummond, 2014).

Em relação aos mercados, apesar de existir alguma controversa (uma vez que a publicação de preços das ações revela muita informação sobre os investimentos, podendo desincentivar os investidores a adquirir informação), também, *de per si*, podem influenciar a aquisição e disseminação de informação sobre as empresas. Segundo Merton e Bodie (1995) além de permitir que indivíduos e empresas troquem ativos financeiros, uma função adicional dos mercados financeiros é o de fornecer informações úteis para a tomada de decisão. As taxas de juros e os preços dos títulos são informações utilizadas pelos aforradores nas decisões sobre poupanças de consumo ou sobre as alocações das suas riquezas em carteiras de negócio. A mesma informação é utilizada pelos gestores e empresas nas seleções de projetos de investimento e de financiamento.

A **fiscalização** é apresentada aqui juntamente com a aquisição de informação uma vez que a primeira envolve a segunda, a diferença está no momento em que ocorre, após o investimento.

Na ausência de intermediação financeira cada investidor teria de fiscalizar (individualmente) todos os investimentos em que participa. A eficácia da fiscalização ficaria condicionada por questões relacionadas com o custo, tempo e capacidade dos investidores. O sistema financeiro surge assim para mitigar o custo de informação sobre o desempenho dos projetos de investimento e o custo de monitorização.

Os intermediários financeiros para além de beneficiarem de economias de escala estão melhor preparados que os agentes individuais. Desta forma, o devedor é apenas fiscalizado pelo intermediário e não por todos os investidores individualmente (Aguiar & Drummond, 2004).

No entanto, esta situação poderá causar problemas relativamente à fiscalização dos intermediários. Devem os aforradores fiscalizar os intermediários? Levine (1997) defende que, se o intermediário detiver uma carteira diversificada, os aforradores não precisam de exercer a fiscalização uma vez que eles (intermediários) estarão sempre em

condições de cumprir o compromisso de pagar os juros dos depósitos. Todavia, experiências recentes com bancos têm revelado a necessidade de uma maior fiscalização não apenas por parte dos aforradores mas também por parte das entidades reguladoras do sistema⁹.

Os mercados financeiros também podem exercer essa função fiscalizadora. Os mercados líquidos¹⁰ através da divulgação pública dos preços das ações refletem o desempenho das empresas permitindo assim aliar esse desempenho à remuneração dos gestores. Da mesma forma, através de processos de *Takeovers*¹¹ uma vez que durante o processo de *Takeover* os gestores das empresas com fraco desempenho são demitidos. A ameaça de *Takeover* ajuda a aliar os objetivos dos gestores e dos proprietários, melhorando assim o controlo corporativo (Levine, 1997; Aguiar & Drummond, 2014).

A habilidade do sistema financeiro para (i) adquirir, processar e disseminar a informação e (ii) fiscalizar os gestores, empresários e empresas, tem importantes implicações no crescimento uma vez que permite ao sistema financeiro desempenhar de forma mais eficiente a função que vem a seguir.

2) Mobilização e alocação de recursos

Sem o acesso às poupanças de vários aforradores a maioria dos projetos estariam condenados ao fracasso e à ineficiência de escala devido à falta de fundos. Os recursos necessários para a implementação de grandes investimentos normalmente ultrapassam os recursos detidos pelos investidores (Aguiar & Drummond, 2014).

A mobilização de recursos, neste caso das poupanças, consiste na aglomeração das poupanças de vários aforradores individuais para o investimento. Sem essa funcionalidade do sistema financeiro os investidores teriam de recorrer a vários investidores individuais para poder avançar com os seus projetos (Aguiar & Drummond, 2014). O Sistema Financeiro ao agregar as poupanças de vários aforradores e ao alocar essas poupanças para o investimento irá estimular o crescimento económico.

Esta funcionalidade relaciona-se com a anterior, a aquisição de informação, uma vez que a aquisição de informação irá permitir uma mais eficiente alocação dos recursos

⁹ Acontecimentos recentes, como o caso do Banco Espírito Santo, vem reforçar essa necessidade.

¹⁰ Mercados Líquidos são mercados onde facilmente os ativos ou instrumentos financeiros são transacionados ou convertidos em meios de pagamentos.

¹¹ O *Takeover* é o processo de mudança de controlo de uma empresa através da aquisição da maioria ou totalidade das ações, podendo ser amigável, no caso de acordo entre as partes, ou hostil.

mobilizados. Ou seja, o sistema financeiro irá selecionar e alocar os recursos para os investimentos mais eficientes e com maior probabilidade de sucesso, aumentando assim a produtividade e consequentemente o crescimento económico.

Esta mobilização também irá beneficiar os aforradores uma vez que o sistema financeiro oferece mecanismos que permitem a esses aforradores individuais participarem em vários empreendimentos de grande dimensão. Na ausência desta funcionalidade os aforradores individuais só poderiam deter os ativos que pudessem comprar na totalidade (Levine, 1997; Aguiar & Drummond, 2014)

No entanto, para fazer com que os aforradores aceitem perder o controlo sobre as suas poupanças os intermediários financeiros precisam de fazer com eles se sintam confortáveis em ceder esse controlo. Uma das formas de o fazer é através da detenção de uma carteira diversificada que permita uma melhor gestão do risco (Levine, 1997).

É aqui que entra a outra função do sistema financeiro:

3) Gestão do Risco

O sistema financeiro permite uma melhor gestão do risco na medida em que facilita a transação, cobertura, diversificação e partilha do risco. Neste ponto temos que distinguir dois tipos de risco: **i) risco de liquidez** e **ii) risco específico**, não sistemático, ou idiossincrático¹² segundo a terminologia de Levine (1997) e Aguiar & Drummond (2014).

i) Risco de liquidez

O risco de liquidez é o risco associado à convertibilidade de ativos em meios de pagamento. Este risco normalmente surge porque muitas vezes os projetos de investimento requerem um compromisso com o capital a longo prazo. Como já foi referido no ponto anterior, os aforradores, em condições normais, não estão dispostos a perder o controlo das suas poupanças durante um longo período de tempo. O sistema financeiro surge assim para fornecer mecanismos que aumentem a liquidez e permitir que os agentes estejam disponíveis para se envolverem em projetos de longo prazo e elevado retorno (Levine, 1997; Aguiar & Drummond, 2014).

¹² Risco idiossincrático é o risco específico associado as circunstâncias particulares de um projeto, empresa, setor, etc

Os mercados permitem reduzir o risco de liquidez uma vez que facilitam a troca. Mercados líquidos, onde é relativamente fácil e barato trocar ou converter instrumentos financeiros, permitem que os agentes que se envolveram em projetos de longo prazo e que estejam com problemas de liquidez possam, sem muitos custos, trocar ou vender as suas participações (Levine, 1997).

Os intermediários financeiros, nomeadamente os bancos, também permitem reduzir o risco de liquidez. Os bancos, apesar de também estarem sujeitos ao risco de liquidez, conseguem deter uma maior quantidade de ativos ilíquidos do que os agentes considerados isoladamente, uma vez que os depositantes não sofrem todos ao mesmo tempo de escassez de liquidez e assim não vão exigir os seus depósitos ao mesmo tempo (Aguar & Drummond, 2014).

Ao adotar um “mix” apropriado de investimentos: i) investimentos líquidos de baixos retornos, para satisfazer a procura por depósitos por parte dos aforradores, e ii) investimentos ilíquidos de elevados retornos (e mais produtivos), os bancos conseguem oferecer aos aforradores um seguro completo contra o risco de liquidez e simultaneamente estimulam o crescimento económico através de investimentos de longo prazo com elevados retornos (Levine, 1997).

ii) Risco específico

Tendo em conta que os agentes são avessos ao risco, normalmente tendem a se proteger contra o risco específico através da aquisição de ativos com baixo nível de risco e baixo rendimento (os projetos de elevados retornos tendem a ser mais arriscados e de longo prazo), e através da adoção de tecnologias flexíveis em detrimento de uma maior especialização. A forma mais eficaz de gerir o risco específico é através da diversificação. Os mercados permitem uma diversificação direta do risco uma vez que permite ao investidor deter uma carteira diversificada. Os bancos por sua vez, através do mecanismo já explicitado acima, (mix de investimentos) conseguem diversificar o risco e pagar os juros de depósitos (Levine, 1997; Aguair & Drummond, 2014).

Da análise das funcionalidades do sistema financeiro parece implícita a ideia de que cada função desempenhada pelo sistema financeiro influencia o crescimento económico. No entanto, esse estímulo não acontece de forma direta (funcionalidades do

sistema financeiro = Crescimento económico). O sistema financeiro, no exercício das suas funções serve-se de dois canais para estimular o crescimento económico¹³:

1. Acumulação de capital;

2. Inovação tecnológica.

A acumulação de capital influencia o crescimento económico uma vez que permite mobilizar mais capital para o investimento que por sua vez estimula diretamente o crescimento económico. Por outro lado, a acumulação de capital permite a incorporação de inovação tecnológica no processo produtivo. Pelo menos uma parte das inovações é incorporada através da introdução de novos equipamentos (Aguiar & Drummond, 2014).

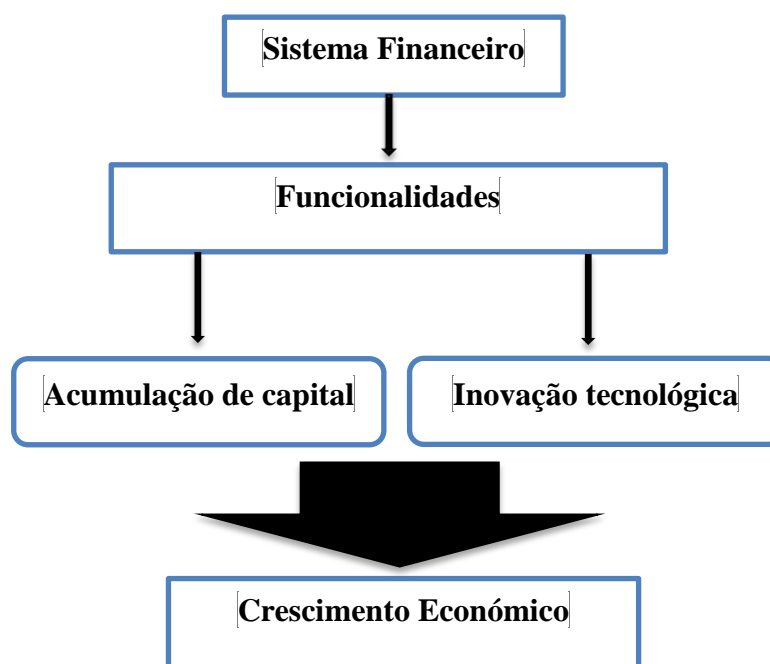
Em relação a inovação tecnológica, é o progresso tecnológico que incita maior especialização tecnológica e eficiência na produção, aumentando assim a produtividade.

A extensão da atividade inovadora realizada pela sociedade dita a taxa de crescimento económico. O aumento da produtividade requer que os indivíduos optem por se envolver em atividades inovadoras de risco (em vez de produzir bens já existentes através de métodos já existentes) optando por uma maior especialização tecnológica. A especialização por sua vez irá permitir a um empresário específico produzir a um custo temporariamente inferior aos seus concorrentes. Melhores serviços financeiros aumentam assim o alcance e melhoram a eficiência da atividade inovadora que por sua vez acelera o crescimento económico (Levine & King, 1993b).

O Sistema Financeiro ao agregar e mobilizar as poupanças dos vários aforradores para investimentos mais produtivos (mobilização de recursos que permite a acumulação de capital), e ao proporcionar uma eficiente gestão do risco (que permite a realização de investimentos mais líquidos e com maior especialização tecnológica), irá impulsionar o crescimento económico (como ilustra a **figura 2.**).

¹³ Os canais aqui apresentados são os mesmos apresentados por Levine (1997). Para uma abordagem ligeiramente diferente ver Aguiar e Drummond (2014), no entanto, as bases são as mesmas.

Figura 2: Processo de estímulo do crescimento económico.



Fonte: Elaboração própria

A nossa análise do sistema financeiro apresenta o investimento como sendo a ponte através da qual o Sistema Financeiro influencia o crescimento económico. No entanto é de referir que o crescimento económico é um processo complexo que é determinado por outros aspetos não menos importantes como o capital humano, a política fiscal, a taxa de inflação, o comércio externo e a estabilidade política¹⁴.

O processo que vai do desenvolvimento financeiro até ao estímulo da economia depende essencialmente do comportamento da taxa de poupança, que permite a acumulação de capital para o investimento, e do próprio investimento, que permite a inovação e especialização tecnológica. Mas, a importância da taxa de poupança no processo de crescimento não é, de todo, consensual e tem gerado alguma controversa, fator que nos motivou a explicar a relação da poupança com o crescimento isoladamente.

I.3.1. A taxa de poupança

O efeito do desenvolvimento financeiro sobre a taxa de poupança é ambíguo uma vez que o desenvolvimento financeiro também pode diminuir a taxa de poupança e, consequentemente a acumulação de capital afetando a qualidade (menos inovação e especialização tecnológica) e quantidade dos investimentos.

¹⁴ Augusto (2010) aborda as outras determinantes do crescimento económico e apresenta alguma literatura que versa sobre essa matéria.

Para perceber esse efeito temos que analisar a forma como o sistema financeiro pode aumentar ou diminuir a taxa de poupança.

Uma forma de aumentar a taxa de poupança é através do aumento da taxa de juro. No entanto, o aumento da taxa de juro poderá ter dois efeitos, também ambíguos (Startz, 1998);

- 1) O aumento da taxa de juro torna a poupança mais atrativa, uma vez que aumenta a remuneração futura das poupanças;
- 2) Por outro lado, um aumento da taxa de juro torna menos necessário a poupanças. Esse aumento faz com que seja preciso poupar menos para se obter um certo rendimento no futuro.

Outra situação relacionada com a taxa de juro tem a ver com o efeito do seu aumento no investimento. Mesmo considerando que o aumento da taxa de juro poderá aumentar a taxa de poupança (e consequentemente o investimento), esse mesmo aumento da taxa de juro tem um efeito contrário no investimento. O aumento da taxa de juro pode ser um “fator de travagem” para os montantes que os empresários estarão dispostos a envolver nos investimentos uma vez que aumenta o custo dos investimentos (Pavelescu, 2009).

Outra forma de analisar o comportamento ambíguo da taxa de poupanças é através do efeito rendimento e do efeito substituição.

“Se, por um lado, maiores retornos fazem aumentar o custo de oportunidade do consumo presente em termos de consumo futuro, encorajando os agentes a adiar mais consumo (efeito substituição), por outro lado, maiores retornos permitem que os agentes realizem um maior volume de consumo futuro para um dado nível de consumo presente, o que, por sua vez, pode levar a uma diminuição da taxa de poupança (efeito rendimento)” (Aguiar & Drummond, 2014, p. 28).

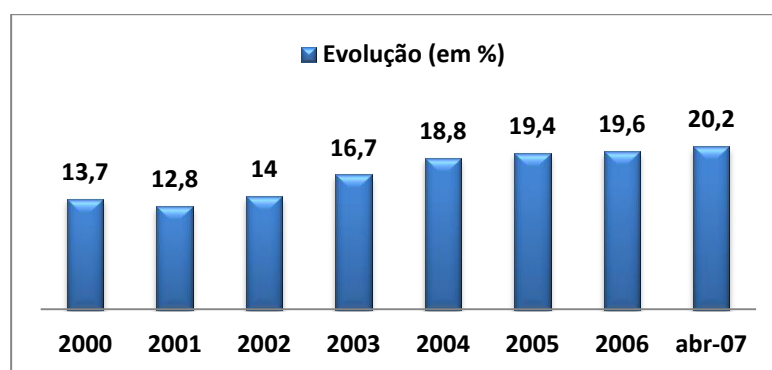
O desenvolvimento financeiro (na forma como o sistema financeiro desempenha as suas funções) e o desenvolvimento das instituições financeiras também contribuem para este comportamento ambíguo da taxa de poupança:

1. O desenvolvimento financeiro faz aumentar a liquidez que por sua vez aumenta o crédito ao consumo e o crédito hipotecário. A facilidade em

ter acesso a esses créditos diminui a taxa de poupança e consequentemente o crescimento¹⁵;

2. O desenvolvimento das instituições financeiras como (por exemplo) o setor dos seguros também contribui para a diminuição da taxa de poupança. Um setor segurador desenvolvido oferece garantias que reduzem a necessidade das famílias pouparem, por exemplo, para questões relacionadas com a saúde. Em Portugal o crescimento dos seguros com a saúde sofreu uma variação de 47,4%¹⁶ durante o período 2000-2007, como pode se verificar na **Figura 3**.

Figura 3: Evolução dos Seguros de saúde (em %).



Fonte: Estudo Marktest, Basef seguros.

¹⁵ Nos EUA, por exemplo, durante o período de *boom* financeiro que se registou até 2007, o excesso de liquidez fez aumentar exponencialmente o crédito ao consumo e principalmente o crédito hipotecário, que de resto esteve na origem da crise *subprime*.

¹⁶ Fonte: Grupo Marktest (2007)

Capítulo II - A relação entre o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico

A literatura sobre a relação entre o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico tem mais de um século mas, no entanto, continua a ser desenvolvida e a alvo de especial atenção devido ao impacto que o funcionamento do sistema financeiro tem na economia.

Em 1911, Schumpeter analisou as funcionalidades do Sistema financeiro – mobilização de poupanças, avaliação de projetos, gestão de risco, controlo dos gestores e facilitar as transações - concluindo que são essenciais para a inovação tecnológica e crescimento económico. O trabalho de Raymond W. Goldsmith - *Financial Structure and Development* – também foi importante para o desenvolvimento da literatura sobre a relação entre o Sistema Financeiro e o crescimento económico ao analisar a forma como a estrutura financeira pode afetar o ritmo do crescimento económico (Levine & King, 1993a; Levine & Demirguc-Kunt, 2004).

Em relação à literatura mais recente, destacam-se claramente os trabalhos de Ross Levine (1990:2004) que fornece toda a base literária sobre a relação (positiva) entre o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico.

A literatura sobre a relação entre o Sistema Financeiro e Crescimento Económico pode ser agrupada em 4 grupos (Graff, 2002):

1. **Inexistência de relação:** ou seja, não existe qualquer relação entre o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico¹⁷.
2. **Relação positiva:** o crescimento económico é diretamente impulsionado pelo desenvolvimento financeiro.
3. **Relação de causalidade reversa:** O desenvolvimento financeiro é estimulado pelo crescimento económico. É o crescimento económico que faz aumentar a procura por serviços e produtos financeiros¹⁸.

¹⁷ Por exemplo, Rajan e Zingales (1998) defendem que o desenvolvimento financeiro pode simplesmente ser um indicador importante, em vez de um fator casual e determinante.

¹⁸ Esta ideia também é partilhada por Berthélemy e Varoudakis (1996) e por Aguiar e Drummond (2014): à medida que uma economia cresce, a procura por serviços financeiros tende a aumentar, ou seja, é o crescimento económico que torna o sistema financeiro rentável. No entanto, não interessa para os fins deste trabalho analisar esta relação de causalidade reversa.

4. **Relação negativa e limiar:** a atividade financeira, pelo menos ocasionalmente, pode ser um impedimento ao funcionamento da economia (através das crises que provoca); o desenvolvimento financeiro influencia positivamente o crescimento económico até certo ponto, a partir do qual começa a ter efeitos perversos no crescimento.

Apesar deste agrupamento, a literatura recente já foi capaz de ultrapassar a simples correlação e estabelecer uma convincente relação positiva existente entre o desenvolvimento do Sistema Financeiro e o Crescimento Económico, provando que o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico estão vitalmente interligados (Cecchetti & Kharroubi, 2012). Afasta-se assim a ideia da inexistência de relação entre o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico. Por outro lado, estudos recentes, motivados pela recente crise, tem apresentado evidências sobre a existência de uma relação negativa. Esses estudos, apesar de reconhecer os efeitos positivos do desenvolvimento financeiro no crescimento defendem que essa relação não é, no entanto, linear, existindo assim um ponto de viragem. A partir desse ponto, limiar de crescimento, o desenvolvimento financeiro começa a ter efeitos perversos no crescimento económico.

Inicialmente iremos abordar a relação positiva entre o Sistema financeiro e o Crescimento económico e posteriormente a relação negativa e a questão da existência de um limiar de crescimento.

A relação de causalidade positiva entre o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico já foi abordada na análise das funcionalidades. É através da mobilização e alocação das poupanças para o investimento que o sistema financeiro irá estimular o crescimento económico. A capacidade de recolher e analisar as informações sobre os investimentos, gestores e empresa permite alocar os recursos mobilizados para os investimentos mais produtivos e melhorar o controlo corporativo, aumentando assim a eficiência dos investimentos, a produtividade e consequentemente o crescimento económico. Por fim, ao oferecer ferramentas de gestão e diversificação do risco o Sistema Financeiro não só permite alocar mais fundos para investimentos altamente líquidos e de longo prazo, como permite uma maior inovação e especialização tecnológica com consequentes efeitos no crescimento económico.

II.1. Abordagens teóricas na literatura

Levine e King (1993a) analisaram os serviços prestados pela intermediação financeira para determinar a influência que o sistema financeiro exerce sobre o crescimento económico. O estudo dimensionou o Sistema financeiro, distinguiu as instituições que realizam a atividade de intermediação e analisou a forma como o sistema financeiro distribui ativos. Para isso utilizaram os seguintes indicadores:

- 1) Dimensão do sistema financeiro medido pelo rácio dos passivos líquidos em relação ao PIB;
- 2) Rácio do crédito concedido a empresas privadas não financeiras pelo total de créditos;
- 3) Rácio do crédito concedido a empresas privadas não financeiras pelo PIB.

O estudo permitiu chegar a dois conjuntos de resultados:

1º - Os níveis mais elevados de desenvolvimento financeiro estão positivamente associados a maiores taxas de crescimento económico, acumulação de capital e melhorias de eficiência.

No entanto, estudos recentes motivados pela crise de 2008 sugerem que, a nível mais elevado de desenvolvimento, o sistema financeiro deixa de exercer um efeito significativo no estímulo do crescimento económico (o que aconteceu com muitos países desenvolvidos), até começar a exercer um efeito negativo.

2º - O desenvolvimento financeiro é um bom preditor de crescimento a longo prazo. Para além disso, maior nível de desenvolvimento financeiro está fortemente associado a futuras taxas de acumulação de capital e melhorias de eficiência na forma como as economias aplicam o capital.

A crise económico-financeira que muitos países atravessaram durante a última década faz refutar, esta segunda conclusão e pôs em causa essa linearidade. Portugal, por exemplo, teve problemas com o crescimento económico e, no entanto, o sistema financeiro continuou a crescer e a desenvolver, chegando a atingir 160% do PIB (Cecchetti & Kharroubi, 2012).

Num outro estudo realizado por Levine e King (1993b) analisaram a influência do sistema financeiro no crescimento económico através do desenvolvimento de um

modelo teórico de ligação entre finanças, empreendedorismo, inovação e crescimento económico. O modelo destaca a procura por quatro serviços do sistema financeiro:

Primeiro: os projetos de investimento precisam de ser avaliados para identificar os mais promissores. Mais concretamente, o custo fixo para avaliar os projetos dos futuros empresários são elevados, de modo que existem incentivos para a emergência de organizações especializadas para executarem essa tarefa.

Segundo: a escala necessária de projetos necessita de uma substancial agregação de fundos de vários pequenos aforradores, por isso, é importante que sistema financeiro mobilize os recursos necessários para os projetos.

Terceiro: os resultados das tentativas de inovar são incertas, de modo que, cabe ao sistema financeiro promover um meio para que esses empresários individuais possam diversificar esse risco.

Quarto: o aumento da produtividade requer que os indivíduos optem por se envolver em atividades inovadoras de risco em vez de produzir bens já existentes usando métodos já existentes.

O modelo assume assim que o sistema financeiro é o “lubrificante para o motor principal” do crescimento. Ao criar uma procura por quatro serviços financeiros (avaliação dos empresários, agregação e partilha de fundos, diversificação do risco e avaliação dos lucros esperados de atividades inovadoras) o sistema financeiro aumenta a eficiência da atividade inovadora e acelera o crescimento económico.

Rajan e Zingales (1998) apresentaram um outro modelo sobre a análise da relação entre o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico através da relação entre: Sistema Financeiro - Financiamento - Indústrias – crescimento económico. O modelo defende que o sistema financeiro ajuda as empresas/indústrias a superar o risco moral e de seleção adversa. Dessa forma o Sistema Financeiro “teoricamente” ajuda despropositadamente as empresas dependentes do financiamento externo.

O modelo procurou assim determinar se as indústrias que são mais dependentes de financiamento externo têm um crescimento relativamente mais acelerado em países onde o Sistema Financeiro é mais desenvolvido. Esta teoria implica que, por exemplo, uma indústria como a farmacêutica, que requer muito financiamento externo,

desenvolva mais rapidamente do que a indústria do Tabaco, que requer pouco financiamento externo, em países onde o sistema financeiro é mais desenvolvido.

O estudo assumiu como exemplo, a Malásia, a Coreia e o Chile, países de rendimento moderado e de rápido crescimento, mas que diferem consideravelmente quanto ao sistema financeiro. Na Malásia, onde o sistema financeiro é mais desenvolvido (de acordo com as estimativas feitas pelo estudo), a indústria farmacêutica cresceu por ano 4% (taxa real dos anos 80) mais do que a indústria do Tabaco. Na Coreia, onde o sistema financeiro é menos desenvolvido em relação à Malásia, a indústria farmacêutica cresceu por ano 3% mais do que a indústria do Tabaco. No Chile, onde o sistema financeiro é menos desenvolvido relativamente aos outros dois países, a indústria farmacêutica **cresceu menos** 2,5% relativamente à indústria do Tabaco.

O estudo permitiu ainda chegar a uma outra conclusão: o crescimento do número de empresas nas indústrias dependentes de financiamento externo é particularmente sensível ao desenvolvimento financeiro. Isso sugere que o desenvolvimento financeiro exerce o dobro do efeito económico no crescimento do número de instituições do que exerce sobre a dimensão média das instituições. Sendo assim, um canal adicional através do qual o desenvolvimento financeiro pode influenciar o crescimento é por melhorar desproporcionalmente as possibilidades das novas empresas.

II.2. Relação Negativa e limiar de crescimento

Segundo Matos (2002), para além das crises que ocasionalmente provoca, a intensificação de fluxos financeiros, motivados pela globalização, tem gerado polémica a respeito do real impacto do sistema financeiro sobre o financiamento de setores produtivos.

Como já foi aqui referido, a crise de 2008 veio relançar o debate sobre o verdadeiro impacto do sistema financeiro no financiamento da economia, pondo em causa as políticas assumidas até então e lançando grandes desafios para as economias, principalmente a nível da regulação como forma de prevenção de futuras crises. Vários são os estudos publicados a partir de 2008, ano em que a crise se alastrou dos EUA para o resto do mundo, e que analisaram a relação entre o sistema financeiro e crescimento económico numa perspetiva negativa pondo em causa algumas teorias que até então

eram tidas como certas e que defendiam, por exemplo, um crescente desenvolvimento do sistema financeiro e uma crescente liberalização dos mercados.

II.2.1. A crise financeira (2008 — 2012)

Com início no verão de 2007, no mercado imobiliário dos EUA, a crise beneficiou da globalização das economias e da crescente integração dos mercados de capitais para rapidamente se alastrar do sistema financeiro à economia real, e dos EUA para o resto do mundo em 2008. A falta de controlo e a crescente desregulação financeira que se registou até ao período da crise, fundamentada na ideia da eficiência e autorregulação dos mercados, permitiram a tomada de decisões de alto risco que vieram a se revelar desastrosas, como é o exemplo da política de crédito que foi seguida nos EUA.

Prosseguindo com a abordagem funcional que tem sido seguida ao longo deste trabalho, podemos afirmar que as funções desempenhadas pelo Sistema Financeiro revelaram debilidades e estiveram profundamente ligadas à origem da crise¹⁹.

O primeiro ponto tem a ver com a função de reduzir os custos e facilitar as transações. O sistema financeiro moderno revelou uma grande capacidade em facilitar as transações de bens, serviços e capitais em mercados globalizados, fator que fez com que a propagação tenha sido muito rápida e praticamente inevitável. A globalização permitiu uma crescente liberdade de circulação de capitais abrindo portas à internacionalização de várias empresas, principalmente de bancos, que passaram a ser cada vez mais interligados e com participações em vários mercados. Esse fator foi um dos grandes motores do impacto sistémico da falência da Lehman Brothers. A Lehman Brothers, para além de ter sido o quarto maior banco de investimento dos EUA, tinha alcançado uma dimensão mundial, chegando a ter sede em Nova Iorque, Londres e Tóquio, e filiais espalhados pelo Japão, Hong Kong, Austrália, Europa e Médio Oriente²⁰.

Outro ponto foi a incapacidade para gerir o excesso e a escassez de liquidez. A abundância de liquidez gerada pela facilidade de acesso ao crédito (baixas taxas de

¹⁹ Importa referir que a questão da origem e causas da crise é muito complexa e foi motivada por diversos fatores. Como este trabalho privilegia a análise funcional do sistema financeiro limitamos a apontar as que estão diretamente relacionadas com as funções do sistema financeiro abordadas ao longo do trabalho

²⁰ Fonte: Colégio Web (2014)

juros), muito motivada pela crise *Dot.com* em 2000/2001²¹, fez com que fossem atribuídos créditos de alto risco, sem as devidas garantias, e permitiram a realização de investimentos também de elevado risco. Como é o caso do segmento *subprime*²² que fez aumentar o nível de incumprimento das prestações bancárias. A crise no segmento *subprime* nos EUA esteve na gênese da crise.

Depois de instaurada a crise, o sistema financeiro revelou-se incapaz de gerir a escassez de liquidez. O pânico provocado pela falência de alguns bancos fez aumentar a incerteza e a desconfiança no mercado interbancário. Os bancos ficaram recetivos em conceder empréstimos temendo uma nova onda de falências. Esta situação provocou o congelamento do crédito no mercado interbancário fazendo com que vários bancos enfrentassem graves problemas de liquidez. Perante esta situação muitos bancos viram-se obrigados a vender os ativos que ainda não tinham sido afetados pela crise. Situação que agravou ainda mais o problema, uma vez que a enorme quantidade de vendas fez diminuir o preço desses ativos. (Fundação Robert Schuman, 2011).

Falhou também a capacidade do sistema financeiro em avaliar os investimentos, gestores e empresas, que conjuntamente com as ineficientes avaliações feitas pelas agências de *Rating* motivaram a realização de investimentos de elevado risco. Houve uma confiança excessiva nas agências de *Rating* e uma clara subavaliação do risco acumulado no sistema financeiro no período pré-crise. Período que se caracterizava por um sistema financeiro cada vez mais “inchado” e complexo. As agências de *Rating* foram muito criticadas e muitos questionaram a sua legitimidade e competência devido a utilização de métodos imperfeitos na avaliação de ativos, e suspeitas de conflitos de interesses dado que muitas avaliações eram pagas pelas entidades que detinham os ativos sujeitos a avaliação (Fundação Robert Schuman, 2011).

A nível da regulação, o sistema financeiro também falhou. Houve uma clara incapacidade para acompanhar e regular o crescimento do sistema financeiro, principalmente o sistema financeiro sombra²³ que atingiu um certo nível de importância sem o devido acompanhamento a nível da regulação. Questões como a separação

²¹ Bolha especulativa da Internet (empresas de tecnologia da informação e comunicação) no final da década de 1990.

²² Crédito de risco, concedido a um devedor que não oferece garantias suficientes para beneficiar da taxa de juro mais vantajosa.

²³ Bancos não comerciais e outras instituições financeiras semelhantes (Fundos de Investimento, Bancos de Investimento, etc.)

dos bancos comerciais de bancos de investimento não foram devidamente reguladas. O sistema financeiro sombra passou a desempenhar funções semelhantes ao sistema financeiro tradicional, mas, no entanto, grande parte dessas atividades ficaram fora do âmbito da regulação. Por exemplo, o mercado de derivados cresceu muito no período pré-crise (até 2007), em particular os negociados em balcão (OTC). Grande parte desses derivados estava fora do âmbito da regulação, acabando por contribuir significativamente para a propagação da crise (Comissão Europeia, 2014).

No âmbito do controlo empresarial constatou-se problemas de controlo e irregularidades nas empresas através da implementação de sistemas de remunerações perversos e que privilegiavam os resultados de curto prazo, compensando os gestores pela maximização dos retornos para os acionistas, sem a devida consideração dos riscos associados. As instituições assumiam riscos que não eram suficientemente monitorados no mercado e inadequadamente controlados internamente (CMVM, 2009; Comissão Europeia, 2014; Fundação Robert Schuman, 2011).

Da análise da crise de 2008 fica bem patente as consequências que a falta de regulação e o mau funcionamento do Sistema Financeiro tiveram no desperdício de recursos, na perda de confiança, no desencorajamento da poupança e no incentivo à especulação, fatores que influenciaram a diminuição do investimento e a estagnação das economias, como podemos verificar através dos seguintes exemplos²⁴:

- 1) Os governos europeus tiveram de intervir com cerca de 1,5 bilhões de euros (cerca de 12% do PIB da UE em 2012) para evitar o colapso do Sistema Financeiro durante o período da crise (2008-2012). Em Portugal o valor da intervenção do estado foi de 6.150 milhões de euros (cerca de 3.7% do PIB em 2012). Nas grandes economias a intervenção pública no setor bancário foi ainda maior. Por exemplo, nos EUA foi de 22% do PIB, no Reino Unido foi de 845.690 mil milhões de euros (54% do PIB) e na Alemanha 700.158 mil milhões de euros (28% do PIB)
- 2) A produção diminuiu acentuadamente. Em 2009 o PIB mundial diminuiu cerca de 0,6%, sendo a primeira queda desde a segunda guerra mundial. Na União Europeia a queda foi de 4,1%

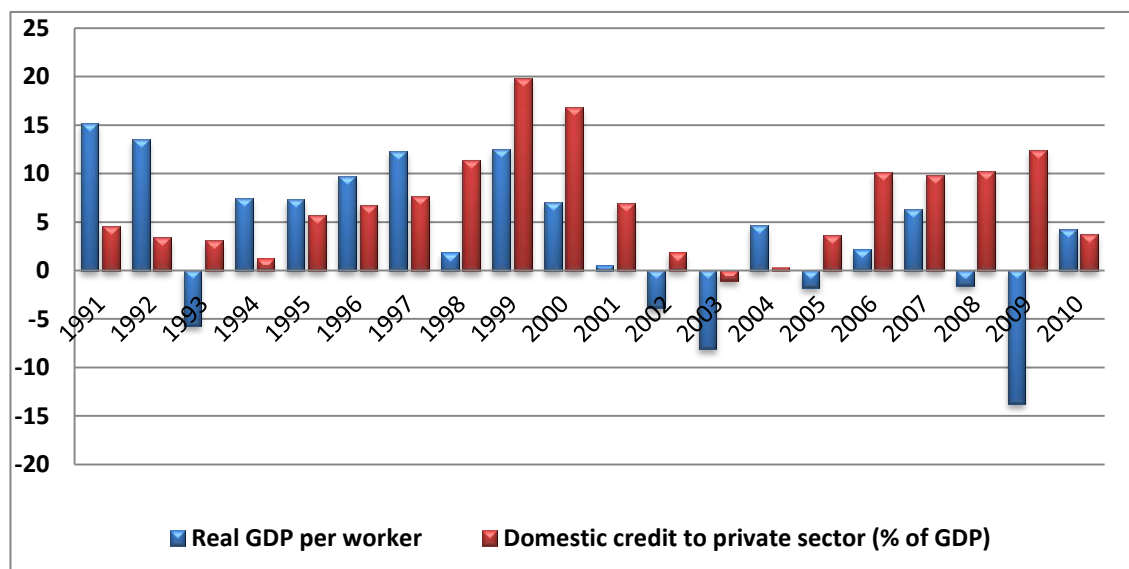
²⁴ Fonte dos dados: dados da união europeia e dos EUA: Comissão Europeia (2014); Fundação Robert Schuman (2011). Dados de Portugal: Associação Portuguesa de Bancos (2013); Fundação Francisco Manuel dos Santos (2015); Observatório das Desigualdades (2015).

- 3) O total de ativos financeiros das famílias diminuiu cerca de 14% na zona euro entre 2007 – 2009.
- 4) Mais de 60% dos cidadãos da União Europeia entrevistados em 2103 declararam que perderam a confiança no Sistema Financeiro;
- 5) A taxa de desemprego aumentou de 7,5% em 2007, para 10.8% em 2013 na UE. Em Portugal esse aumento foi de 8% em 2007 para 16,2% em 2013. Nos EUA o aumento foi de 5,8% para 9,7%.
- 6) Entre 2008-2012 o número de pessoas em risco de pobreza e exclusão aumentou em 7,4 milhões na UE. Em Portugal a taxa de risco de pobreza atingiu os 18% em 2010, após as transferências sociais (25,4% antes das transferências) estando entre os mais elevados da UE.

II.2.2. Relação negativa e limiar de crescimento

Vários estudos, como vamos ver mais adiante, tem comparado o crescimento do Sistema Financeiro (frequentemente medido pelo crédito concedido ao setor privado) em relação ao crescimento da produtividade. Portugal, por exemplo, durante o período da crise registou grandes problemas em termos de aumento da produtividade da economia, mas, por outro lado, o crédito privado em relação ao PIB atingiu valores muito elevados (ver **Figura 4**). Isso demonstra a não linearidade na relação entre o Sistema Financeiro e o Crescimento Económico, e também levanta a questão sobre o impacto do rápido crescimento do Sistema Financeiro na economia. O maior exemplo desta disparidade de crescimento foi durante o período 2008-2009 onde Portugal atingiu o maior défice de crescimento dos últimos 25 anos, mas por outro lado o crédito privado chegou a atingir 160% do PIB.

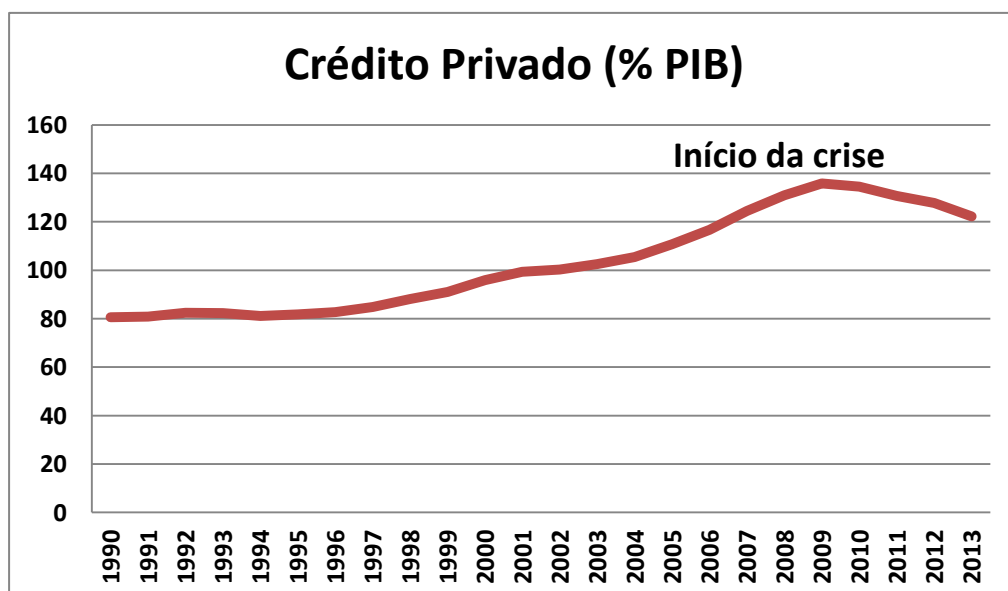
Figura 4: Crescimento anual do crédito privado e da produtividade em Portugal



Fonte: Elaboração própria (World Bank, Penn World Table)

O mesmo paralelo pode ser feito para o conjunto de países da União Europeia. Se analisarmos a evolução do crédito nos últimos 20 anos (**Figura 5**) é possível concluir sobre o crescimento muito acentuado do crédito privado, o que sugere que a União Europeia atravessou um período de *boom* financeiro que terminou em 2008 com o alastramento da crise.

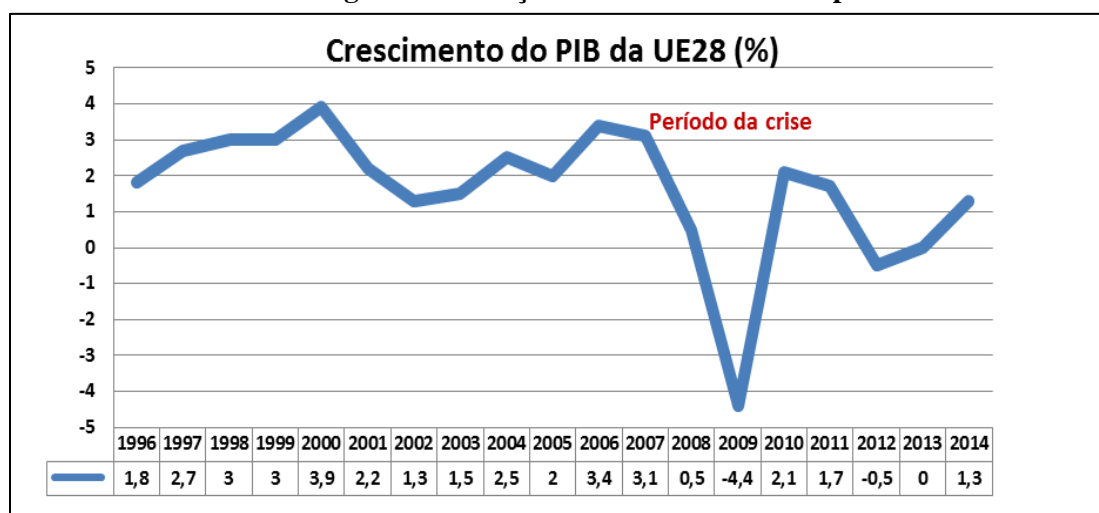
Figura 5: Evolução do crédito Privado na União Europeia (1990-2012)



Fonte: Elaboração própria (World Bank, Penn World Table)

Apesar do crescimento acentuado do crédito privado na União Europeia, registado até ao período da crise, o mesmo não aconteceu com o PIB. Como podemos ver na **Figura 6**, durante o período de *boom* financeiro, sensivelmente de 1996 a 2008, o crescimento do PIB foi bastante irregular, registando sucessivas quebras até 2008 onde a quebra foi muito acentuada e chegou a registar valores negativos.

Figura 6: Evolução do PIB da união europeia



Fonte: Elaboração própria (World Bank, Penn World Table)

Essas questões motivaram vários estudos que tentaram analisar: (i) o impacto que um Sistema Financeiro demasiado grande e complexo podem ter no crescimento, e (ii) o impacto da taxa de crescimento do Sistema Financeiro no Crescimento Económico.

Uma das formas de analisar os efeitos negativos da existência de sistemas financeiros demasiado grandes e complexos é através da problemática do “*too big to fail*” que foi bem patente durante a recente crise financeira (2008-2012).

O período de *boom* financeiro que antecedeu a crise de 2008 permitiu a muitos bancos, que já eram grandes, ganhar maior dimensão e importância, assumindo um papel cada vez mais preponderante no sistema financeiro doméstico e em muitos casos a nível internacional.

A problemática do *too big to fail* tem a ver com o facto de certas instituições financeiras serem demasiado grandes e importantes para falirem, uma vez que os custos associados à falência seriam enormes e o impacto sistémico devastador. Os governos

optam por subsidiar esses bancos, evitando assim a falência que pode colapsar o sistema financeiro.

O crescimento excessivo do Sistema Financeiro de muitos países fez aumentar, particularmente, a dimensão dos bancos. O excesso de liquidez que se registou no período de *boom* financeiro (1990 – 2007) permitiu que os bancos alargassem os seus negócios. Um exemplo é o crescimento do setor financeiro sombra, nomeadamente a evolução das empresas de seguros e dos fundos de investimento. Outra causa foi a concentração de várias instituições financeiras através de fusões e aquisições.

Durante a recente crise o problema do *too big to fail* foi muitas vezes solucionado através de várias fusões e aquisições. Essa solução veio agravar ainda mais o problema uma vez que as instituições tornam-se ainda maiores, mais importantes e interligadas. Nos estados unidos, por exemplo, foi essa a solução encontrada para evitar a falência de vários bancos, como são exemplos a aquisição da Merrill Lynch pelo Bank of America e a Aquisição da Bear Stearns pelo JP Morgan (subsidiado pelo governo dos EUA).

No Reino Unido, por exemplo, seis bancos são responsáveis por 80% dos empréstimos em circulação concedidos às famílias e empresas²⁵.

Em Portugal, os 5 maiores bancos detêm 75,5% do ativo agregado²⁶ (numa amostra de 33 bancos associados a Associação Portuguesa de bancos). Consideram-se como sendo os 5 Maiores bancos: Millenium BCP, Banco Espírito Santo, Banco Português de Investimento, Caixa Geral de Depósitos e Santander Totta (Foureaux, 2014; Associação Portuguesa de Bancos, 2011).

Durante o período em análise (*boom* financeiro 1990-2017) Portugal foi dos países da união europeia onde se registou um maior aumento do nível de concentração bancária, chegando a atingir os 70% em 2012, numa altura em que a média da EU era de 59%. Esse fator fez aumentar, por um lado, o poder das instituições envolvidas nos processos de fusões e aquisições, mas, por outro lado, fez diminuir o número de instituições bancárias a operar no mercado português, aumentando assim as barreiras à

²⁵ Fonte: Cunliffe (2014).

²⁶ De acordo com dados de 2010

entrada (Costa, 2014). A **Tabela 1** apresenta o histórico das fusões e aquisições dos 5 maiores bancos portugueses.

Tabela 2: Fusões e aquisições dos 5 maiores bancos a operar em Portugal

Banco	Fusões e Aquisições
Caixa Geral de Depósitos (CGD)	<ul style="list-style-type: none"> • Fusão com o BNU (Banco Nacional Ultramarino) em 2002.
Millenium BCP	<ul style="list-style-type: none"> • Aquisição do BPA (Banco Português Atlântico) em 1995; • Integração dos bancos BM (Banco Mello) e BPSM (Banco Pinto e Soto Mayor) no grupo, em 2000.
Banco Espírito Santo (BES)	<ul style="list-style-type: none"> • Fusão com o Banco Comercial de Lisboa em 1937 (passando a se designar BESCL); • Em 1997 passa a ser o único acionista do BIC (Banco Internacional de Crédito) e em 2005 o BIC foi incorporado no BES.
Santander Totta	<ul style="list-style-type: none"> • Aquisição do BTA (Banco Totta Açores) e do CPP (Crédito Predial Português) em 1999, entrando assim no setor bancário português;
Banco Português de Investimento (BPI)	<ul style="list-style-type: none"> • Aquisição do BFB (Banco Fonseca e Burnay) em 1991; • Aquisição dos bancos BFE (Banco de Fomento Exterior) e do BBI (Banco Borges e Irmão) em 1996.

Fonte: Elaboração própria, com dados provenientes de Costa (2014)

Essas entidades, que dominam grande parte do mercado doméstico e chegam a ganhar dimensão a nível internacional, criam um grande dilema aos governos que são “obrigados” a intervir para evitar o contágio e o possível colapso de todo o sistema financeiro. Um exemplo é o caso da falência do Lehman Brothers²⁷ e o efeito sistémico que teve no Sistema Financeiro dos EUA e internacional, tendo sido um dos principais motores da propagação da crise para o resto do mundo. O governo dos EUA, depois de ter nacionalizado vários bancos e subsidiado a compra de outros como forma de evitar falências, recusou-se a subsidiar a compra da Lehman Brothers pela Barclays (O Bank of America também esteve interessado na compra e também desistiu) na tentativa de passar a mensagem de que não iria intervir em caso de falências por má gestão²⁸. A verdade é que a Lehman Brothers era um banco demasiado grande e importante para

²⁷ Banco de investimentos e de outros serviços financeiros, sediada em Nova Iorque e com atuação a nível mundial. Declarou falência em 2008, vítima da crise *Subprime*.

²⁸ Segundo a British Broadcasting Corporation (2008).

falir, o que desencadeou uma série de falências de outras instituições tendo tido um impacto muito negativo no Sistema Financeiro norte-americano e internacional.

O resultado desta problemática é que muitas vezes o Estado é “obrigado” a injetar fundos para evitar o colapso das instituições financeiras. Dessa forma, o Sistema Financeiro desvia fundos que poderiam ser aplicados em outros setores da economia.

Um bom exemplo é a injeção de fundos que foi feita na seguradora AIG²⁹ (American International Group). Após a falência do Lehman Brothers e dos efeitos imediatamente associados, a AIG afigurava-se como a próxima a falir uma vez que tinha assegurado papéis de alto risco do mercado imobiliário americano. O governo dos EUA injetou cerca de 85 mil milhões de Dólares³⁰ para evitar o colapso da seguradora e o consequente colapso do sistema financeiro.

O Fundo Monetário Internacional afirma que a noção do “*too big to fail*” levanta essencialmente três problemas (Viñals, 2009):

- 1) Quando as instituições estão protegidas implicitamente (ou explicitamente) por um subsídio público, elas estão aptas a assumir riscos que, de outra forma, não seriam capazes de assumir. Isso porque existe a noção de que o governo irá intervir para evitar a falência dessas instituições no caso de um desfecho desfavorável, criando assim um problema de risco moral;
- 2) Provoca um problema de concorrência desleal, uma vez que as instituições que funcionam bem (mas que não são tão importantes) vão competir com instituições que beneficiam de uma garantia implícita (ou mesmo explícita) do governo. Foureaux (2014), citando a Mood's, afirma que em 2009 os 50 maiores bancos a nível mundial beneficiaram de 3 pontos no rating de crédito, em parte por serem considerados como *too big to fail*;
- 3) Estes subsídios do governo absorvem recursos públicos muito importantes, a custa de outros setores mais produtivos.

²⁹ American International Group, Inc. (AIG) é a maior empresa seguradora dos Estados Unidos (em seguros e serviços financeiros)

³⁰ Fonte: Revista visão on-line (2009)

A ideia da existência de um limiar de crescimento não é nova, Hugh T. Patrick, em 1966, foi um dos primeiros a defender a ideia da existência de um ponto a partir do qual o Sistema financeiro deixa de influenciar significativamente o crescimento económico:

“(...) the direction of causality between financial development and economic growth changes over the course of development. That is, at the early stage of development, the supply-leading impetus is evident but as real growth occurs in the economy, it will spark demand for financial services. (...) the relationship between finance and growth could vary over time. In particular, at the initial stage, financial development will lead economic growth; however as real growth takes place in the economy, this link becomes of lesser importance and growth will induce the demand for greater financial services.” (Patrick, 1996 citado por Carby et al, 2012, pág.129).

No entanto, evidências concretas sobre o efeito negativo do excesso de desenvolvimento financeiro sobre o crescimento económico são muito recentes, e surgiram com mais força nos períodos que antecederam a crise de 2008.

Rajan (2005) denunciou os efeitos negativos que a existência de Sistemas Financeiros “inchados”, complexos e com grande apetência pelo risco estavam a ter na economia, afirmando que poderiam ter efeitos devastadores (como veio a se confirmar em 2008).

Também recentemente, investigadores do Bank for International Settlemente (BIS) e do Fundo Monetário Internacional (FMI) sugeriram que o nível de desenvolvimento financeiro só é bom até certo ponto, a partir do qual torna-se num entrave ao crescimento económico.

II.2.3. Alguns estudos empíricos³¹

Cecchetti & Kharroubi (2012) investigaram a forma como o desenvolvimento financeiro afeta a produtividade agregada utilizando uma base de dados de países desenvolvidos e emergentes. Do estudo retira-se duas conclusões:

³¹ Ver quadro síntese de estudos empíricos: **Apêndice 2**

(1) O nível de desenvolvimento financeiro só é bom para o crescimento até certo ponto, a partir do qual torna-se num obstáculo ao crescimento;

(2) Com base nos dados de países desenvolvidos, comprovaram que um rápido crescimento do sistema financeiro é prejudicial para o crescimento da produtividade agregada.

A magnitude dos empréstimos concedidos pelo sistema financeiro também pode influenciar negativamente o crescimento económico. Segundo Singh e Law (2014), quanto mais rápido for o crescimento do Sistema Financeiro, mais lento será o crescimento da economia como um todo. Isso ocorre porque o Sistema Financeiro compete por recursos escassos com os outros setores da economia. Segundo este autor esse efeito negativo começa quando o crédito privado atinge os 88% do PIB.

Cecchetti e Kharroubi (2012) e Arcand et al (2012) defendem que esse efeito ocorre quando o crédito ao setor privado atinge 90% e 100% do PIB, respetivamente. Considerando o nível de desenvolvimento financeiro, descobriram que quando o crédito privado cresce ao ponto de ultrapassar o PIB torna-se num entrave ao crescimento da produtividade (agregada). Por exemplo, nos EUA, onde o crédito privado cresceu para mais de 200% do PIB durante o período da crise (2008-2012), estimaram que uma redução de 100% poderá resultar num ganho de produtividade em mais de 1,5%.

Cecchetti & Kharroubi (2012), utilizando medidas de emprego, descobriram que quando o setor financeiro representa mais de 3,5% do emprego total, qualquer aumento acima desse valor tende a ser prejudicial para o crescimento. Por exemplo, na Irlanda que à semelhança de Portugal também atravessou um período bastante conturbado resultante da crise (o que levou à intervenção do FMI), a percentagem do setor financeiro no emprego total ascendeu de 3.84% no período 1995-99 para mais de 5% em 2009, ultrapassando assim o limiar sugerido por esses autores.

Segundo as estimativas do estudo, um típico *boom* financeiro - um crescimento de 1,6% por ano do emprego irá reduzir em 0,5% o crescimento agregado do PIB por trabalhador.

Por exemplo, na Irlanda e em Espanha o setor financeiro cresceu por ano 4,1% e 1,4%, respetivamente. Por outro lado, a produção por trabalhador caiu 2,7% e 1,4%. A estimativa do estudo é de que o crescimento do setor financeiro responde por cerca de

30% do declínio na produção por trabalhador na Irlanda e 40% em Espanha (Cecchetti & Kharroubi, 2012).

Cecchetti e Kharroubi (2015) deram continuidade ao estudo feito em 2012, analisando a relação negativa entre a taxa de crescimento das finanças e a taxa de crescimento da produtividade total dos fatores.

O estudo sugere que um rápido crescimento do sistema financeiro (*boom* financeiro) prejudica o crescimento económico através da diminuição da qualidade do investimento. Esse rápido crescimento tende a favorecer os projetos que oferecem grandes garantias (mas com baixos rendimentos) em detrimento dos projetos que oferecem poucas garantias e elevados rendimentos. Os projetos que oferecem elevados retornos normalmente são mais arriscados e menos tangíveis, traduzindo-se assim num maior custo em caso de incumprimento.

Isso explica o facto de períodos de *boom* financeiro coincidirem com um forte crescimento de setores como a construção, onde, apesar de a produtividade ser relativamente baixa, os retornos sobre os projetos são relativamente fáceis de penhorar como garantia (Cecchetti & Kharroubi, 2015).

As indústrias intensivas em I&D (investigação e desenvolvimento), e particularmente dependentes do financiamento externos, sofrem reduções de produtividade em períodos de *boom* financeiro. Mais concretamente, Cecchetti e Kharroubi (2015) sugere que a produtividade numa indústria dependente de financiamento, e localizada num país que atravessa um período de *boom* financeiro, tende a crescer “menos” 2,5% por ano, do que se estivesse localizada num país com um crescimento financeiro relativamente calmo.

Em períodos de *boom* financeiro, as indústrias intensivas em I&D e que oferecem maiores retornos (como aeronaves e computadores) são despropositadamente prejudicados em detrimento de indústrias que oferecem grandes garantias e baixos retornos, tais como, têxteis, ferro e construção civil (Cecchetti & Kharroubi, 2015).

Zhang et al (2014) apresentaram uma outra perspetiva de análise com base em dados do crédito bancário de 1990 – 2011 de 46 países da OCDE.

O estudo defende que o crescimento do crédito só começou a prejudicar o crescimento a partir da década de 90, momento em que supostamente atingiu o limiar (80 – 100%). Ou seja, o Sistema Financeiro estimulou positivamente o Crescimento Económico até a década 90 altura em que deixou de ter uma influência significativa no crescimento de muitos países (Zhang et al, 2014).

A primeira constatação, tal como já foi feita na introdução a este capítulo, foi a de que, no período em análise, vários países atravessaram períodos de *boom* financeiro.

Zhang et al (2014) defende que o efeito negativo do crédito não se justifica simplesmente pelo seu rápido crescimento, mas sim pela sua composição. Apesar do rápido crescimento do crédito, os autores notaram que o crédito destinado a empresas e projetos não financeiros diminuiu substancialmente.

O aumento do crédito destinou-se essencialmente ao mercado de ativos (principalmente o crédito hipotecário) e ao crédito a empresas financeiras (seguros, fundos de pensão e outras empresas financeiras não-bancárias) em detrimento do crédito às empresas e projetos não financeiros.

Segundo Zhang et al (2014) o efeito negativo reside no facto do crédito ao mercado de ativos e às empresas financeiras não estimular a produção.

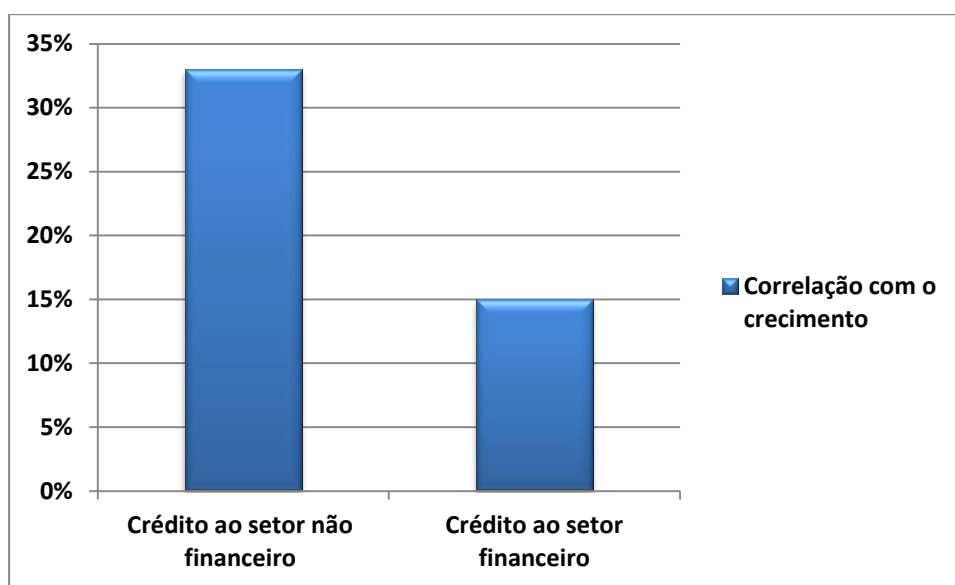
Os autores encontraram uma forte relação positiva entre o crédito concedido a empresas não financeiras e uma relação negativa ou insignificante entre o crescimento e o crédito ao mercado de ativos e empresas financeiras.

Um bom exemplo é o caso da Holanda, onde o crédito ao Mercado de ativos (principalmente o crédito hipotecário) foi responsável por cerca de 70% do total de crédito bancário em 2011, contra menos de 50% registados em 1990. A estimativa do é de que no período de 1990 - 2011 a dívida em relação aos bancos subiu de menos de 80% para mais de 120%, com o crédito hipotecário a aumentar de 20% para cerca de 50%. O crédito a empresas e projetos não financeiros por sua vez não sofreram grandes alterações (Zhang et al, 2014).

Um estudo publicado pela Financial Finance Watch (2014) reforça essa mesma ideia. Se por um lado o desenvolvimento adicional do setor financeiro está negativamente relacionado com o crescimento, por outro lado, alguns tipos de créditos

estão positivamente relacionados (como mostra a **Figura 7**). Empréstimos bancários concedidos a empresas e projetos fora do setor financeiro estão positivamente relacionados com o crescimento uma vez que são mais produtivos do que o crédito destinado ao mercado de ativos (incluindo o crédito imobiliário) e às empresas financeiras.

Figura 7: Correlação entre o tipo de financiamento e o crescimento



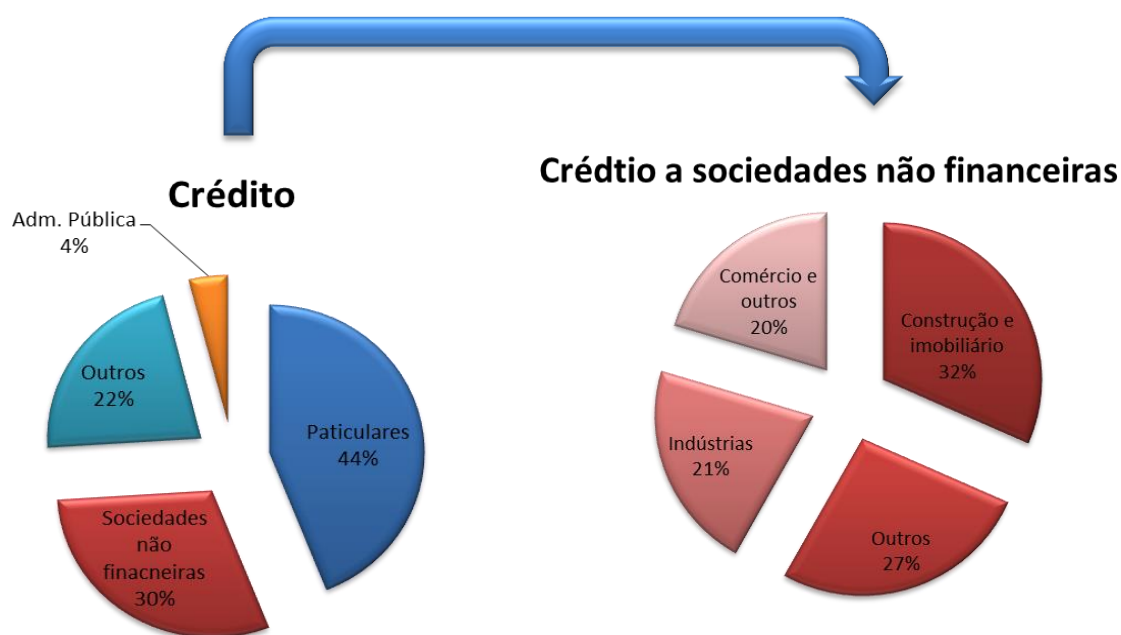
Fonte: Finance Watch (2014)

Para além do problema do aumento do crédito privado em relação ao PIB, acresce o problema da mudança na composição do crédito. Os bancos (principalmente os grandes bancos) estão mais interessados em conceder empréstimos que não estão positivamente relacionados com o crescimento.

“The largest EU banks are today focussed mainly on non-lending activities, such as trading and making markets in financial assets” (Finance Watch, 2014).

Em Portugal, por exemplo, o crédito privado é maioritariamente para a habitação, e o crédito a sociedades não financeiras é canalizado essencialmente para o setor da construção e do imobiliário, como podemos verificar na **Figura 8**. Ou seja, mesmo os empréstimos concedidos a empresas não financeiras, que estão positivamente correlacionadas com o crescimento, são destinados a setores pouco produtivos.

Figura 8: Composição do crédito em Portugal.

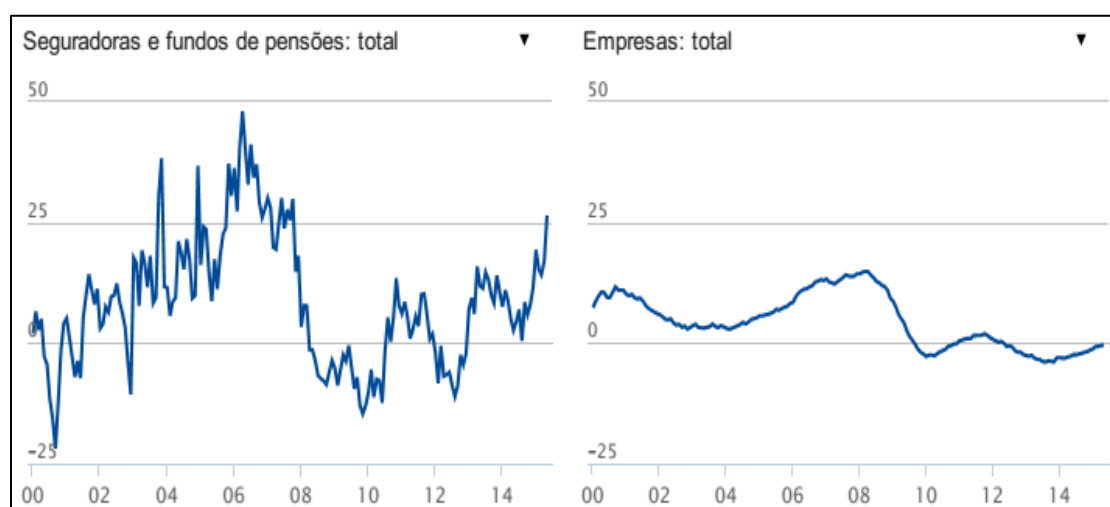


Fonte: Relatório da Associação Portuguesa de bancos, 2015

As instituições financeiras, principalmente os grandes bancos, tem-se concentrado cada vez mais na negociação por conta própria e na criação de atividades não geradoras de juros como a prestação de serviços de assessoria e seguros. A atividade tradicional de intermediação financeira tem vindo a perder importância à medida que as instituições vão se diversificando para essas atividades não relacionadas com a concessão de empréstimos (Beck, Degryse & Kneer, 2012).

A **Figura 9** é um exemplo da evolução da composição dos empréstimos na União Europeia, onde o crescimento dos empréstimos para as empresas ditas financeiras (como as seguradoras e fundos de pensões) tem sido relativamente maior aos empréstimos concedidos às empresas não financeiras.

Figura 9: Evolução do financiamento por destinatário na União Europeia



Fonte: Euro área Statistics

Em Portugal, o crédito concedido às empresas não financeiras tem diminuído anualmente, em todos os setores de atividade. Só nos últimos 5 anos (2009 – 2014) essa diminuição ronda os 27,2 Mil milhões de euros. A **Tabela 2** apresenta a evolução do crédito ao setor não financeiro nos últimos 5 anos:

Tabela 3: Variação anual do crédito ao setor não financeiro

Ano	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Variação (%)	-	-1.5	-3.2	-6.8	-5.5	-4.9

Fonte: Teles (2015)

Capítulo III: Estudo empírico do impacto do Financiamento sobre o Crescimento Económico nos países da União Europeia (1990-2010)

III.1. Objetivos

O crescimento económico nos países da União Europeia tem-se caracterizado por fases de grande turbulência, decorrente, nomeadamente, dos processos de sucessivos alargamentos da União, incorporando países de desigual desenvolvimento e crescimento, e da crise emergente em 2008, ainda não resolvida.

Uma das conclusões da economia contemporânea é a de que o desenvolvimento financeiro e a sua dinâmica, transmite-se ao crescimento económico. O nosso objetivo maior é tentar analisar, no período de 1990-2010, se, com base nos dados empíricos, esta relação é verificada para o conjunto dos países da União Europeia.

Numa primeira fase do presente estudo, tentar-se-á captar as alterações verificadas no crescimento económico dos países da União Europeia, no período entre 1990 e 2010, decorrentes das alterações da envolvente macroeconómica emergente após a crise de 2008. Depois desta análise de índole descritiva, partir-se-á para a explicação do comportamento do crescimento económico no conjunto dos países da União Europeia, colocando a ênfase em variáveis explicativas que pretendem captar as condições financeiras informadoras da economia do espaço integrado.

Assim, neste capítulo ir-se-á fazer uma análise descritiva da evolução das variáveis integrantes dos modelos e a sua caracterização (ponto 2.1.). Seguidamente, explicitar-se-á a modelização das funções de crescimento, o processo de estimação e a amostra adotada (ponto 2.2.). Por último discutir-se-ão os resultados da estimação (ponto 2.3.).

III.2. Metodologia e Resultados

III.2.1. Análise descritiva e caracterização das variáveis

A evolução das taxas de crescimento económico ao longo do período em análise caracteriza-se por oscilações importantes, explicáveis pela incorporação de países de desenvolvimento e crescimento desigual no espaço integrado, com particular destaque para o processo de integração a leste em 2004 (entrada de dez novos países, num espaço anteriormente de quinze países) e para a crise de 2008.

A variável dependente a utilizar, como forma de captar o crescimento económico, deve permitir avaliar o desempenho e crescimento da produtividade de uma economia. O Produto Interno Bruto (PIB) é uma medida adotada habitualmente para mensurar o desempenho de uma economia. A evolução de indicadores como o PIB *per capita* (ou habitante) ou por trabalhador são indicadores frequentemente utilizados para captar o crescimento de uma economia. No nosso trabalho elegemos o PIB real por trabalhador (relação entre o PIB real e o número total de pessoas empregues numa economia, ou seja, a produção por unidade de trabalho incorporado), a preços constantes de 2005 (fonte: Penn Word Table), no seguimento de estudos anteriores (Cecchetti e Kharroubi, 2012).

A escolha das variáveis explicativas pretendeu selecionar os indicadores que melhor caracterizam a dimensão do sistema financeiro e que poderão explicar o comportamento da nossa variável dependente (assumindo a existência de uma relação, positiva ou negativa, entre o crescimento económico e o desenvolvimento financeiro). Variáveis como o Passivo Líquido, o Crédito Interno concedido ao Setor Privado, o Crédito Privado concedido pelas Entidades Creditícias (nomeadamente pelos bancos) ou a Participação do Setor Financeiro são recorrentemente utilizadas como indicadores da dimensão do sistema financeiro. Na presente análise, recorreu-se ao Crédito Interno concedido ao Setor Privado (Empresas e Particulares), em percentagem do PIB, correspondente aos recursos financeiros que as instituições financeiras (autoridades monetárias, bancos e outras instituições financeiras — como seguros, fundos de pensões ou sociedades de leasing) transferem para o setor privado — empresas e particulares (fonte: Banco Mundial); adicionalmente considerou-se o Emprego Financeiro (emprego

no setor financeiro e seguros), em percentagem da População Ativa, como reflexo da atividade financeira.

Uma vez que a nossa amostra inicial correspondia aos 28 países integrantes da União Europeia no período de 1990 a 2010, correspondendo a uma análise em painel, as variáveis de controlo são importantes para explicitar as diferenças em termos de desenvolvimento económico-financeiro dos países.

Assim, adicionalmente, elegeram-se as seguintes variáveis de controlo:

- 1) O Produto Interno Bruto, a preços correntes, em dólares americanos (fonte: Banco Mundial);
- 2) O Grau de Abertura ao Exterior — (Exportações + Importações) / PIB, em percentagem (fonte: Penn Word Table);
- 3) A População Ativa — indivíduos com 15 ou mais anos, constituindo a mão-de-obra disponível para a produção de bens e serviços, em milhares (fonte: PORDATA);
- 4) Os Gastos Públicos (em percentagem do PIB) — gastos das administrações públicas com bens e serviços (incluindo a remuneração dos funcionários públicos), excluindo os gastos com as transferências sociais, em percentagem (fonte: Penn Word Table);
- 5) O Índice de Preços no Consumidor (IPC) — mede a taxa de inflação de uma economia, associada à evolução dos preços de um conjunto de bens e serviços representativos da estrutura de consumo da população residente num país.

Em síntese,

Quadro 1: Síntese das variáveis incluídas nos modelos-incluir fonte

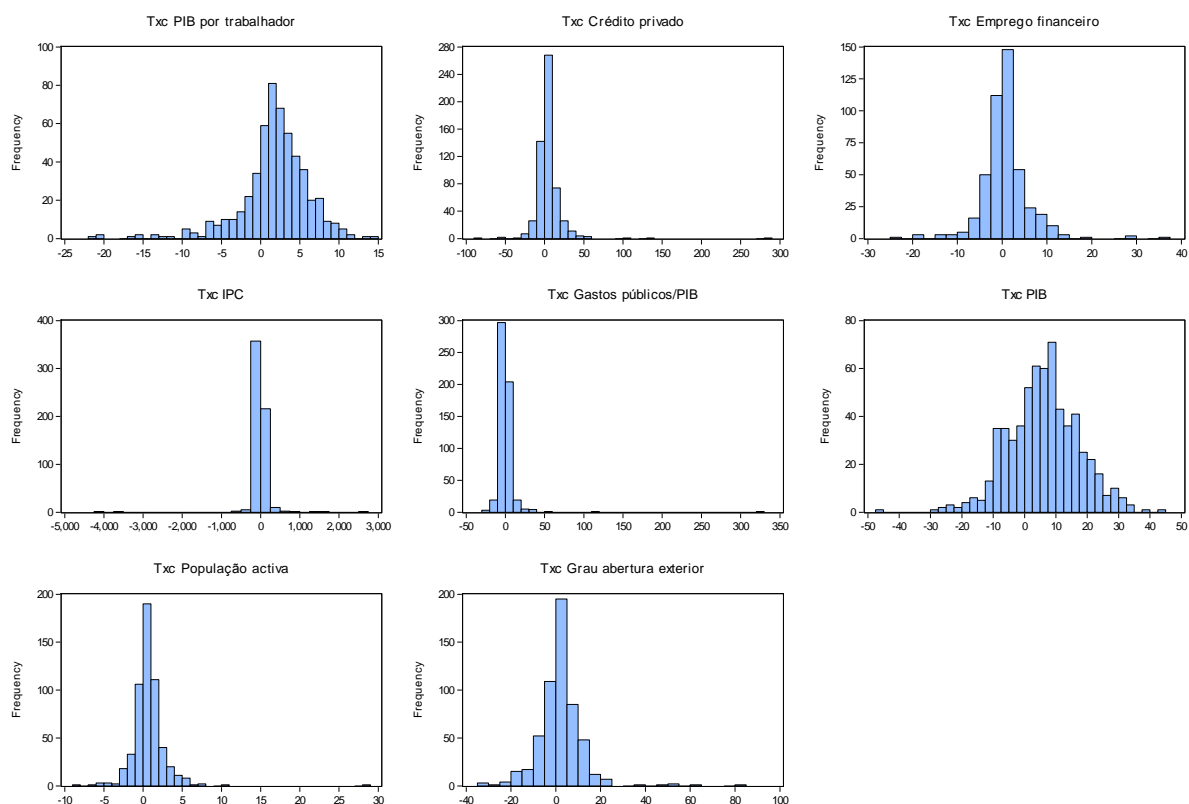
Variável	Descrição	Unidade	Fonte
PIB_w	Taxa de crescimento da média móvel de cinco anos do Produto Interno Bruto real por trabalhador	Dólares Americanos a preços constantes de 2005 por número de trabalhadores	Penn Word Table
TXINF	Crescimento da média móvel de cinco anos do índice de preços no consumidor.	% Anual	Banco Mundial
CREDPV	Taxa de crescimento da média móvel de cinco anos do Crédito Privado	% do PIB	Banco Mundial
EMFIN	Taxa de crescimento da média móvel de cinco anos do Emprego no Setor Financeiro.	Indivíduo - Milhares	OECD
G_PIB	Taxa de crescimento da média móvel de cinco anos dos gastos públicos sobre/pelo PIB	% do PIB	Penn World Table
POPA	Taxa de crescimento da média móvel de cinco anos da População Ativa	Indivíduo - Milhares	PORDATA
XM_PIB	Taxa de crescimento da média móvel de cinco do grau de abertura de um país (Importações + Exportações / PIB).	% do PIB	Penn World Table
PIB	Taxa de crescimento da média móvel de cinco anos do Produto Interno Bruto.	Dólares Americanos a preços correntes	Banco Mundial

Fonte: Elaboração Própria

A evolução do crescimento económico medido pelo Produto Interno Bruto real por trabalhador (assumiu-se, à semelhança de estudos anteriores³², que — para captar a evolução das variáveis, expurgadas de efeitos conjunturais — se trabalhariam com médias móveis de cinco anos), bem como das variáveis dependentes — o Crédito Privado a Empresas e Particulares (em percentagem do Produto Interno Bruto), a Taxa de crescimento do Emprego Financeiro, a Taxa de Inflação (IPC), o Rácio dos Gastos Públicos no Produto Interno Bruto, o Produto Interno Bruto, a População Ativa e o Grau de Abertura ao Exterior (medido pelo rácio entre a soma das Exportações e Importações em função do Produto Interno Bruto) — encontra-se representada na figura seguinte:

³² Cecchetti e Kharroubi (2012)

Figura 10: Comportamento das variáveis incluídas na análise empírica – Taxas de Crescimento



Fonte: Elaboração própria (Penn Word Table, Banco Mundial, OCDE, PORDATA; output Eviews)

Quadro 2: Estatísticas Descritivas (variáveis originais)

AMOSTRA: 1990 2014				
	PIB_w	CREDPV	EMPFIN	TXINF
<i>MÉDIA</i>	46477.17	84.52784	265.5720	16.26426
<i>MEDIANA</i>	46295.06	77.93918	93.10000	2.789663
<i>MÁXIMO</i>	111258.5	305.0869	1296.000	1500.000
<i>MÍNIMO</i>	10591.91	7.115415	6.500000	-4.479938
<i>DESVIO PADRÃO.</i>	21727.72	52.69602	356.6006	88.04533
<i>OBSERVAÇÕES</i>	561	601	478	626
AMOSTRA: 1990 2014				
	G_PIB	PIB	POPA	XM_PIB
<i>MÉDIA</i>	7.956151	4.48E+11	9079.801	100.2348
<i>MEDIANA</i>	7.420000	1.38E+11	4257.450	92.32500
<i>MÁXIMO</i>	21.77000	3.75E+12	41968.80	319.5500
<i>MÍNIMO</i>	3.680000	2.55E+09	152.8000	35.42000
<i>DESVIO PADRÃO.</i>	2.484608	7.39E+11	10907.19	47.95328
<i>OBSERVAÇÕES</i>	582	656	580	582

Fonte: Elaboração própria (Penn Word Table, Banco Mundial, OCDE, PORDATA; output Eviews)

Quadro 3: Correlação entre as variáveis (originais) incluídas nos modelos

Correlação: Pearson Amostra: 1990 2014 Número de Observações: 700								
CORRELAÇÃO								
PROBABILIDADE	PIB_w	CREDPV	EMPFIN	TXINF	G_PIB	PIB	POPA	XM_PIB
PIB/w	1.000000 -----							
CREDPV	0.525102 0.0000	1.000000 -----						
EMPFIN	0.258747 0.0000	0.147414 0.0023	1.000000 -----					
TXINF	-0.224012 0.0000	-0.152614 0.0002	-0.187087 0.0001	1.000000 -----				
G_PIB	-0.584196 0.0000	-0.355536 0.0000	-0.201106 0.0001	0.178744 0.0000	1.000000 -----			
PIB	0.377512 0.0000	0.197993 0.0000	0.930167 0.0000	-0.087064 0.0307	-0.248382 0.0000	1.000000 -----		
POPA	0.160791 0.0006	0.027057 0.5397	0.974088 0.0000	-0.018756 0.6678	-0.155026 0.0008	0.924239 0.0000	1.000000 -----	
XM_PIB	0.276558 0.0000	0.167406 0.0001	-0.458157 0.0000	-0.019817 0.6447	-0.125713 0.0024	-0.393719 0.0000	-0.544711 0.0000	1.000000 -----

Fonte: Elaboração própria (Penn Word Table, Banco Mundial, OCDE, PORDATA; output Eviews)

As correlações entre as variáveis são as esperadas, sendo significativamente correlacionadas a 5% (com exceção da Taxa de Inflação em relação à População Ativa e ao Grau de Abertura ao Exterior). A variável a explicar está individualmente correlacionada com todas as variáveis.

III.2.2. As determinantes do crescimento económico

O estudo do comportamento do crescimento económico (variável dependente: Taxa de crescimento do PIB real por trabalhador — média móvel de cinco anos) vai ser analisado por via de funções incorporando quatro tipos de variáveis, a saber:

- 1) as que captam a vertente financeira da economia — Crédito Interno concedido ao Setor Privado (Empresas e Particulares), em percentagem do PIB e o Emprego Financeiro, em percentagem da População Ativa — que constituem as duas hipóteses de investigação;

H1: O crescimento do Crédito ao setor Privado influencia positivamente o crescimento do PIB por trabalhador;

H2: O crescimento da atividade financeira na economia (medido pelo peso do Emprego Financeiro na População Ativa) influencia positivamente o crescimento do PIB por trabalhador-

- 2) as variáveis de controlo, essencialmente de natureza económica e demográfica;
- 3) os efeitos seccionais e temporais não observáveis, atendendo à estrutura em painel utilizada;
- 4) e, finalmente, as variáveis (dummy) de alteração estrutural. Nos modelos foram introduzidas variáveis para captar os efeitos da integração a leste e da crise económico-financeira recente, através de variáveis *dummy* para os períodos de 2004 em diante e de 2008 em diante, respetivamente.

Note-se que as variáveis utilizadas referem-se sempre a taxas de crescimento das médias móveis de cinco anos; no texto a taxa de crescimento do IPC (índice de preços no consumidor) é referida como simplesmente a Taxa de Inflação.

Neste processo de construção dos modelos, vários modelos alternativos foram testados, sujeitos a sucessivos afinamentos apresentados no ponto 2.4.

III.2.3. O processo de estimação

O processo de estimação baseia-se nos modelos econométricos que interpretam a estrutura de dados em painel identificando o efeito de grupo (país) e do tempo. Os dados são relativos a cada uma de várias unidades seccionais (cross-section) observadas, durante vários períodos de tempo. No estudo, as diferentes unidades seccionais são os países (inicialmente num total de 28 países, correspondentes aos países integrados, mas cuja amostra final comporta 26 países) e o período temporal vai de 1990 a 2010. Nas equações propostas a variável dependente — no estudo trata-se da média móvel de cinco anos do logaritmo (neperiano) do Produto Interno Bruto por Trabalhador — é determinada por três grandes fatores: o conjunto de variáveis explicativas (assumidas como determinísticas), incluindo as variáveis centrais de investigação (as determinantes financeiras), quer as variáveis de controlo, o efeito específico por cada unidade seccional (país) não observável, bem como o efeito específico temporal (também não observável), e as perturbações relativas aos erros não observáveis.

Note-se que os efeitos seccionais substituem um conjunto de fatores individuais característicos de cada país. Quer dizer que, ao ter este efeito específico em consideração e sob o ponto de vista econométrico, se evita assim um erro de omissão de variáveis explicativas relevantes, o que significa que a estimação convencional pelo método dos mínimos quadrados ordinário (MQO) não seria adequada, atendendo ao enviesamento, ineficiência e inconsistência dos estimadores de MQO, ao não considerar o efeito não observável. No estudo assume-se o modelo de efeitos fixos (Fixed Effects Model, — veja-se, por exemplo, Greene (2003) e Dinardo e Johnston (1997). Para a estimação do modelo, usam-se estimadores (presentes no software EVIEWS, versão 8) que são consistentes, conforme Greene (2003). Estes estimadores usam a técnica das variáveis binárias (dummy), para dar conta dos efeitos individuais das unidades seccionais.

III.2.4. Os modelos e a amostra. Os resultados da estimação

No modelo inicial (Modelo 1) evidencia-se a associação entre o PIB por trabalhador e a variável financeira Crédito Privado (a Empresas e Particulares), controlando apenas para a Taxa de Inflação. Confirma-se esta associação, com base em dados de todos os países para o período temporal considerado, uma vez que a variável

Crédito Privado é estatisticamente significativa (considerando o nível de significância, n.s., de 1%). Pretende-se, de seguida, adicionar as variáveis financeiras, hipótese de investigação, e também as variáveis de controlo, produzindo-se os modelos que se seguem.

Saliente-se que neste estudo todas as variáveis são medidas em taxas de crescimento e para uma média móvel de cinco anos, o que significa que da amostra inicial se retiram 5 anos, ou seja, usam-se 16 anos de observações.

Quadro 4: Modelo 1

VARIÁVEL DEPENDENTE: PIB_W MÉTODO: PANEL LEAST SQUARES AMOSTRA (AJUSTADA): 1995 2010 PERÍODOS INCLUÍDOS: 16 CROSS-SECTIONS INCLUÍDOS: 26 TOTAL PANEL (UNBALANCED) OBSERVAÇÕES: 344				
VARIÁVEL	COEFICIENTE	DESVIO- PADRÃO	ESTATÍSTICA T	PROBABILIDADE
C	0.022904	0.001140	20.09779	0.0000
TXINF	-0.000111	3.82E-05	-2.912917	0.0038
CREDPV	0.067650	0.012121	5.581080	0.0000
EFFECTS SPECIFICATION				
CROSS-SECTION FIXO (VARIÁVEIS DUMMY)				
PERÍODO FIXO (VARIÁVEIS DUMMY)				
R-QUADRADO	0.735980	MEAN DEPENDENT VAR		0.025673
R-QUADRADO AJUSTADO	0.699141	S.D. DEPENDENT VAR		0.022324
S.E. OF REGRESSION	0.012245	AKAIKE INFO CRITERION		-5.850986
SUM SQUARED RESID	0.045129	SCHWARZ CRITERION		-5.370906
LOG LIKELIHOOD	1049.370	HANNAN-QUINN CRITER.		-5.659776
ESTATÍSTICA F	19.97779	DURBIN-WATSON STAT		0.546537
PROB (ESTATÍSTICA F)	0.000000			

Fonte: output Eviews

No segundo modelo, que constitui o modelo de base incorporando os vários fatores explicativos, o Crédito Privado aparece com um efeito linear sobre a variável dependente (enquanto nos terceiro e quarto modelos se ensaia um efeito não linear do Crédito Privado — função quadrática, curva em U invertida).

Quadro 5: Modelo 2

VARIÁVEL DEPENDENTE: PIB_W MÉTODO: PANEL LEAST SQUARES AMOSTRA (AJUSTADA): 1995 2010 PERÍODOS INCLUÍDOS: 16 CROSS-SECTIONS INCLUÍDOS: 26 TOTAL PANEL (UNBALANCED) OBSERVAÇÕES: 344				
VARIÁVEL	COEFICIENTE	DESVIO - PADRÃO	ESTATÍSTICA T	PROBABILIDADE
C	-0.010060	0.002761	-3.644097	0.0003
TXINF	-0.000115	3.13E-05	-3.664512	0.0003
CREDPV	0.029375	0.010160	2.891425	0.0041
G_PIB	-0.051982	0.029402	-1.767996	0.0781
PIB	0.398176	0.031390	12.68482	0.0000
XM_PIB	0.156127	0.027006	5.781100	0.0000
EFFECTS SPECIFICATION				
CROSS-SECTION FIXO (VARIÁVEIS DUMMY)				
PERÍODO FIXO (VARIÁVEIS DUMMY)				
R-QUADRADO	0.836249	MEAN DEPENDENT VAR		0.025673
R-QUADRADO AJUSTADO	0.811521	S.D. DEPENDENT VAR		0.022324
S.E. OF REGRESSION	0.009692	AKAIKE INFO CRITERION		-6.311221
SUM SQUARED RESID	0.027990	SCHWARZ CRITERION		-5.797646
LOG LIKELIHOOD	1131.530	HANNAN-QUINN CRITER.		-6.106670
ESTATÍSTICA F	33.81857	DURBIN-WATSON STAT		0.531324
PROB (ESTATÍSTICA F)	0.000000			

Fonte: output Eviews

O Crédito Privado, com efeito linear, revela-se estatisticamente significativo a 1%, bem como as variáveis de controlo (como o PIB, o grau de abertura ao exterior e a taxa de inflação). Estas variáveis revelam coeficientes com os sinais esperados.

O peso dos gastos públicos no PIB é também significativo, embora apenas ao n.s. de 10%. O sinal do coeficiente desta variável é negativo o que aponta para um efeito negativo no PIB por Trabalhador, pelo que um crescimento dos gastos públicos revela uma diminuição daquela variável dependente.

No terceiro e quarto modelos considera-se adicionalmente uma nova variável financeira; agora, além do Crédito Privado, junta-se o fator reflexo do nível de importância do setor financeiro quanto ao emprego (peso do Emprego Financeiro na População Ativa). Enquanto no terceiro modelo se recorre ao Crédito Privado, em

termos absolutos, no quarto modelo admite-se uma medida relativa do Crédito Privado dado pelo seu peso no PIB.

Quadro 6: Modelo 3

VARIÁVEL DEPENDENTE: PIB_w MÉTODO: PANEL LEAST SQUARES AMOSTRA (AJUSTADA): 1995 2010 PERÍODO INCLUÍDO: 16 CROSS-SECTIONS INCLUÍDO: 21 TOTAL PANEL (UNBALANCED) OBSERVAÇÕES: 195				
VARIÁVEL	COEFICIENTE	DESVIO - PADRÃO	ESTATÍSTICA T	PROBABILIDADE
C	-0.017602	0.004124	-4.268649	0.0000
TXINF	-0.003804	0.000544	-6.992126	0.0000
CREDPV	0.026680	0.013042	2.045667	0.0425
CREDPV^2	-0.075394	0.054387	-1.386262	0.1677
G_PIB	-0.246361	0.042742	-5.763936	0.0000
PIB	0.523594	0.041630	12.57724	0.0000
EMPFIN_POPA	0.091297	0.029821	3.061449	0.0026
XM_PIB	0.195569	0.039231	4.985118	0.0000
EFFECTS SPECIFICATION				
CROSS-SECTION FIXO (VARIÁVEIS DUMMY)				
PERÍODO FIXO (VARIÁVEIS DUMMY)				
R-QUADRADO	0.934944	MEAN DEPENDENT VAR		0.022614
R-QUADRADO AJUSTADO	0.916967	S.D. DEPENDENT VAR		0.021561
S.E. OF REGRESSION	0.006213	AKAIKE INFO CRITERION		-7.132462
SUM SQUARED RESID	0.005867	SCHWARZ CRITERION		-6.410723
LOG LIKELIHOOD	738.4150	HANNAN-QUINN CRITER.		-6.840238
ESTATÍSTICA F	52.01029	DURBIN-WATSON STAT		0.814169
PROB (ESTATÍSTICA F)	0.000000			

Fonte: output Eviews

No modelo 3, o fator financeiro dado pelo Crédito Privado, revela-se estatisticamente significativo a 5%, embora o termo quadrático (revelador da curva em U invertida), só seja estatisticamente significativo ao n.s. de 10% e em teste unilateral. Também a outra determinante financeira, incluída na investigação, o Emprego Financeiro na População Ativa, se revela estatisticamente significativa a 1%.

As quatro variáveis de controlo são estatisticamente significativas (ao n.s. de 1%).

Quadro 7: Modelo 4

VARIÁVEL DEPENDENTE: PIB_W MÉTODO: PANEL LEAST SQUARES AMOSTRA (AJUSTADA): 1995 2010 PERÍODO INCLUÍDO: 16 CROSS-SECTIONS INCLUÍDO: 21 TOTAL PANEL (UNBALANCED) OBSERVAÇÕES 195				
VARIÁVEL	COEFICIENTE	DESVIO -		
		PADRÃO	ESTATÍSTICA T	PROBABILIDADE
C	-0.016378	0.004038	-4.055658	0.0001
TXINF	-0.003729	0.000529	-7.044620	0.0000
CREDPV_PIB	0.024116	0.009276	2.599718	0.0102
(CREDPV_PIB) ^2	-0.128070	0.044219	-2.896291	0.0043
G_PIB	-0.226398	0.042215	-5.362944	0.0000
PIB	0.538191	0.040935	13.14732	0.0000
EMPFIN_POPA	0.079536	0.029273	2.716993	0.0074
XM_PIB	0.192039	0.038234	5.022747	0.0000
EFFECTS SPECIFICATION				
CROSS-SECTION FIXO (VARIÁVEIS DUMMY)				
PERÍODO FIXO (VARIÁVEIS DUMMY)				
R-QUADRADO	0.937567	MEAN DEPENDENT VAR		0.022614
R-QUADRADO AJUSTADO	0.920315	S.D. DEPENDENT VAR		0.021561
S.E. OF REGRESSION	0.006086	AKAIKE INFO CRITERION		-7.173616
SUM SQUARED RESID	0.005631	SCHWARZ CRITERION		-6.451878
LOG LIKELIHOOD	742.4276	HANNAN-QUINN CRITER.		-6.881393
ESTATÍSTICA F	54.34747	DURBIN-WATSON STAT		0.801607
PROB (ESTATÍSTICA F)	0.000000			

Fonte: output Eviews

O modelo 4 é o modelo selecionado nesta investigação, atendendo aos pressupostos teóricos espelhados nos resultados econométricos e à validação das hipóteses de investigação. Assim, ao nível individual, quer o Crédito Privado, com efeito em U invertido, e o Emprego Financeiro são estatisticamente significativos, conforme o teste individual às três variáveis usadas (são significativas a 1%, com exceção do efeito linear do Crédito Privado que é, contudo, significativo a 5%).

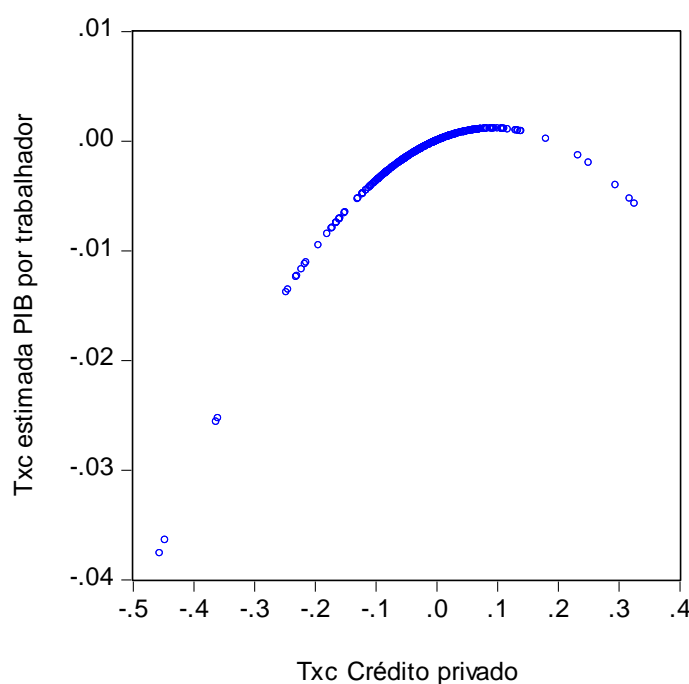
O aumento do Emprego Financeiro (lembre-se, mais uma vez, que se trata da sua taxa de crescimento da média móvel de cinco anos) contribui positivamente para o

aumento do PIB por Trabalhador (também, a sua taxa de crescimento da média móvel de cinco anos), confirmando-se a hipótese 2 avançada em III.2.2.

Já os aumentos do Crédito Privado fazem aumentar, numa primeira fase, o PIB por Trabalhador, mas, a partir de uma certa altura (para uma taxa de crescimento do Crédito Privado no PIB de 9,4%) há uma inversão da tendência, passando o PIB por Trabalhador a diminuir. Trata-se do efeito em U invertido que aqui se investiga, e que se conclui pela sua existência no contexto do Modelo apresentado.

Em relação a este modelo apresenta-se, a relação da curva invertida do PIB por Trabalhador e o Crédito Privado, O gráfico mostra a contribuição do Crédito Privado para o crescimento do PIB por Trabalhador.

Figura 11: Gráfico – Modelo 4 : Curva em U invertida que relaciona a taxa de crescimento do Crédito Privado com a taxa de crescimento do PIB (médias móveis de cinco anos)



Fonte: output Eviews

De referir que as variáveis de controlo — Taxa de Inflação, Peso dos Gastos Públicos no PIB, PIB e Grau de Abertura ao Exterior — são todas individualmente significativas a um n.s. de 1%.

Todas as variáveis explicativas do modelo, conjuntamente com os efeitos seccionais e temporais presentes no modelo permitem explicar 93,8% do PIB por Trabalhador (Coeficiente de Determinação), revelando-se um modelo com um nível de

ajustamento elevado, sendo também o conjunto de variáveis globalmente significativas a 1% de n.s. (estatística $F = 54,3$).

Para este modelo apresentam-se os efeitos fixos para cada um dos 21 países e para cada um dos 16 anos.

Nestes resultados pode-se verificar que os valores estruturais dos países, devido a outros fatores específicos não incluídos nos modelos, revelam os valores mais elevados do crescimento do PIB por Trabalhador nalguns dos países do centro e leste da Europa, como a Eslováquia, a Eslovénia, a Estónia e a Polónia. No sentido oposto, com coeficientes negativos, está o Luxemburgo e a Espanha. A Irlanda, a Holanda, a Alemanha, a Lituânia e Portugal revelam efeitos próximos de zero.

Quadro 8: Efeito país

<i>PAISES</i>	<i>EFEITO PAÍS</i>
<i>AUSTRIA</i>	<i>0.011251</i>
<i>BELGIUM</i>	<i>0.014650</i>
<i>CZECH REPUBLIC</i>	<i>0.015700</i>
<i>DENMARK</i>	<i>0.014096</i>
<i>ESTONIA</i>	<i>0.023683</i>
<i>FINLAND</i>	<i>0.014347</i>
<i>FRANCE</i>	<i>0.011580</i>
<i>GERMANY</i>	<i>0.008461</i>
<i>GREECE</i>	<i>0.017786</i>
<i>HUNGARY</i>	<i>0.013737</i>
<i>IRELAND</i>	<i>-6.23E-05</i>
<i>LATVIA</i>	<i>0.013798</i>
<i>LITHUANIA</i>	<i>0.008690</i>
<i>LUXEMBOURG</i>	<i>-0.012066</i>
<i>NETHERLANDS</i>	<i>0.008838</i>
<i>POLAND</i>	<i>0.019283</i>
<i>PORTUGAL</i>	<i>0.008434</i>
<i>SLOVAK REPUB</i>	<i>0.033011</i>
<i>SLOVENIA</i>	<i>0.027919</i>
<i>SPAIN</i>	<i>-0.002723</i>
<i>SWEDEN</i>	<i>0.011570</i>

Fonte: output Eviews

Quanto aos efeitos temporais é possível constatar um efeito sistemático de diminuição da taxa de crescimento do PIB por Trabalhador desde 2004 até 2010, coincidindo com o alargamento a leste.

Quadro 9: Efeitos temporais

<i>ANO</i>	<i>EFEITO TEMPORAL</i>
<i>1995</i>	<i>0.007218</i>
<i>1996</i>	<i>0.003745</i>
<i>1997</i>	<i>0.018822</i>
<i>1998</i>	<i>0.014296</i>
<i>1999</i>	<i>0.014880</i>
<i>2000</i>	<i>0.040269</i>
<i>2001</i>	<i>0.043761</i>
<i>2002</i>	<i>0.026477</i>
<i>2003</i>	<i>0.004608</i>
<i>2004</i>	<i>-0.013362</i>
<i>2005</i>	<i>-0.026379</i>
<i>2006</i>	<i>-0.033904</i>
<i>2007</i>	<i>-0.041687</i>
<i>2008</i>	<i>-0.034343</i>
<i>2009</i>	<i>-0.014324</i>
<i>2010</i>	<i>-0.010076</i>

Fonte: output Eviews

No modelo seguinte (Modelo C1) considerou-se um modelo complementar (face ao modelo 4) em que avaliou a importância do alargamento a leste da União Europeia e da crise económico-financeira de 2008, sendo que estas duas variáveis dummy se revelam significativamente significativas (a um n.s. de 1%), onde se podem constatar os fortes efeitos das duas alterações estruturais (alargamento e crise) no sentido da diminuição do PIB por Trabalhador. Contudo, a introdução destas variáveis dummy altera a significância do termo quadrático do peso do Crédito Privado no PIB (não significativo a 10%).

Quadro 10: Modelo C1

VARIÁVEL DEPENDENTE: PIB_W MÉTODO: PANEL LEAST SQUARES AMOSTRA (AJUSTADA): 1995 2010 PERÍODO INCLUÍDO: 16 CROSS-SECTIONS INCLUÍDO: 21 TOTAL PANEL (UNBALANCED) OBSERVAÇÕES: 195				
VARIÁVEL	COEFICIENTE	DESVIO - PADRÃO	ESTATÍSTICA T	PROBABILIDADE
<i>C</i>	0.024912	0.002969	8.390409	0.0000
<i>TXINF</i>	-0.001803	0.000659	-2.736056	0.0069
<i>CREDPV_PIB</i>	0.023656	0.012158	1.945690	0.0534
<i>(CREDPV_GDP) ^2</i>	-0.046907	0.056991	-0.823071	0.4117
<i>G_PIB</i>	-0.394776	0.051019	-7.737873	0.0000
<i>PIB</i>	0.161245	0.025805	6.248685	0.0000
<i>EMPFIN_POPA</i>	0.032667	0.038510	0.848266	0.3975
<i>XM_PIB</i>	0.106579	0.032911	3.238401	0.0015
<i>DSI04</i>	-0.018943	0.002479	-7.641254	0.0000
<i>DSI08</i>	-0.004881	0.001857	-2.628784	0.0094
EFFECTS SPECIFICATION				
CROSS-SECTION FIXED (DUMMY VARIABLES)				
<i>R-QUADRADO</i>	0.872197	MEAN DEPENDENT VAR		0.022614
<i>R-QUADRADO AJUSTADO</i>	0.849735	S.D. DEPENDENT VAR		0.021561
<i>S.E. OF REGRESSION</i>	0.008358	AKAIKE INFO CRITERION		-6.590563
<i>SUM SQUARED RESID</i>	0.011526	SCHWARZ CRITERION		-6.087025
<i>LOG LIKELIHOOD</i>	672.5799	HANNAN-QUINN CRITER.		-6.386686
<i>ESTATÍSTICA F</i>	38.82942	DURBIN-WATSON STAT		1.011664
<i>PROB (ESTATÍSTICA F)</i>	0.000000			

Fonte: output Eviews

Ensaaiou-se, ainda, um segundo modelo complementar (próximo do modelo 3), para avaliar a pertinência da curva em U invertida, considerando o Crédito Privado (e não o seu peso no PIB, como no modelo 4) e onde se inclui como variável de controlo a População Ativa (em alternativa ao emprego financeiro) – Modelo C2.

Quadro 11: Modelo C2

VARIÁVEL DEPENDENTE: PIB_W				
MÉTODO: PANEL LEAST SQUARES				
AMOSTRA (AJUSTADA): 1995 2010				
PERÍODOS INCLUÍDOS: 16				
CROSS-SECTIONS INCLUÍDO: 26				
TOTAL PANEL (UNBALANCED) OBSERVAÇÕES: 261				
		DESVIO -		
VARIÁVEL	COEFICIENTE	PADRÃO	ESTATÍSTICA T	PROBABILIDADE
C	-0.013081	0.003111	-4.204395	0.0000
TXINF	-0.000408	0.000192	-2.120415	0.0351
CREDPV	0.057645	0.013308	4.331559	0.0000
(CREDPV) ^2	-0.140896	0.056481	-2.494555	0.0134
G_PIB	-0.225218	0.037798	-5.958477	0.0000
PIB	0.430765	0.032325	13.32606	0.0000
POPA	-0.775134	0.086694	-8.941010	0.0000
XM_PIB	0.173669	0.028914	6.006491	0.0000
EFFECTS SPECIFICATION				
CROSS-SECTION FIXO (VARIÁVEIS DUMMY)				
PERÍODO FIXO (VARIÁVEIS DUMMY)				
R-QUADRADO	0.924492	MEAN DEPENDENT VAR	0.024315	
R-QUADRADO AJUSTADO	0.907831	S.D. DEPENDENT VAR	0.022665	
S.E. OF REGRESSION	0.006881	AKAIKE INFO CRITERION	-6.955571	
SUM SQUARED RESID	0.010085	SCHWARZ CRITERION	-6.300027	
LOG LIKELIHOOD	955.7021	HANNAN-QUINN CRITER.	-6.692064	
ESTATÍSTICA F	55.48705	DURBIN-WATSON STAT	0.713906	
PROB (ESTATÍSTICA F)	0.000000			

Fonte: output Eviews

O modelo permite confirmar, agora com Crédito Privado, a curva U invertida (o Crédito Privado é significativo a 1% e o seu quadrado é significativo a 5%). Também as variáveis de controlo se revelam estatisticamente significativas a 1%, com exceção da Taxa de Inflação que se revela significativa a 5%. A variável de controlo da População agora introduzida tem um efeito negativo sobre o PIB por Trabalhador, como era de esperar.

Em síntese, o crescimento do Emprego Financeiro contribui positivamente para o aumento do PIB por Trabalhador. O crescimento do Crédito Privado (mensurado como o rácio entre a média móvel a cinco anos do Crédito Privado e o PIB) fazem aumentar, numa primeira fase, o PIB por Trabalhador, mas, a partir de uma certa altura

(para uma taxa de crescimento do Crédito Privado no PIB de 9,4%, reportando ao modelo 4 selecionado) há uma inversão da tendência, passando o crescimento do PIB por Trabalhador a diminuir (assumindo um máximo na sua taxa de crescimento de 0,1135%). É, assim, confirmado o efeito em U invertido que aqui se investiga. Adicionalmente, é de notar que o crescimento do peso dos gastos públicos no PIB tem um efeito negativo sobre o crescimento do PIB. Este resultado, transversal a todos os modelos avançados, parece apontar para gastos públicos não orientados para atividades produtivas no conjunto dos países em análise.

Conclusões

A crescente desregulação financeira registada nas últimas décadas, muito impulsionada pela globalização, permitiu um acelerado desenvolvimento dos sistemas financeiros, originando um período de *boom* financeiro como a que muitos países atravessaram a partir dos anos 90, aportando na crise económica- financeira de 2008.

A recente crise veio colocar a questão da complexa interligação entre o sistema financeiro e o crescimento da economia real. Do que se trata neste trabalho é discutir o tipo de relação entre as vertentes reais e financeiras da economia.

Situando a análise nos países da União Europeia, procurou-se analisar a forma como o nível de desenvolvimento do sistema financeiro destes países no período de 1990 a 2010 impulsionou ou prejudicou o crescimento económico (desviando recursos, escassos, para a vertente financeira da economia).

A análise dos dados dos países da União Europeia (concretamente, de vinte seis países) no período de 1990 a 2010, com dados em painel, permitiu concluir que o crescimento do Emprego Financeiro contribui positivamente para o aumento do PIB por Trabalhador. O crescimento do Crédito Privado (mensurado como o rácio entre a média móvel a cinco anos do Crédito Privado e o PIB) faz aumentar, num primeiro intervalo, o PIB por Trabalhador, mas, a partir de um certo limiar há uma inversão da tendência, passando o crescimento do PIB por Trabalhador a diminuir. Confirma-se o efeito em U invertido que aqui se investiga. É de realçar, ainda, que o crescimento do peso dos gastos públicos no PIB tem um efeito negativo sobre o crescimento do PIB. Este resultado, transversal a todos os modelos avançados, parece apontar para gastos públicos não orientados para atividades produtivas no conjunto dos países em análise

As dificuldades que os estudos desta natureza enfrentam têm a ver essencialmente com a falta de dados que podem afetar a robustez das análises. No nosso caso, o estudo pretendia analisar o comportamento das variáveis antes (até 2008), durante e depois da crise (a partir de 2012), mas a falta de dados restringiu a nossa análise ao intervalo temporal de 1990 – 2010. A falta de dados relativamente a alguns países fez com que fossem excluídos do estudo. Para desenvolvimentos futuros, será de tentar alargar a amostra, na vertente temporal e por países, para conseguir analisar os efeitos da crise financeira e económica pós 2008. Uma segmentação interessante, seria a

de comparar o comportamento dos países da zona EURO face aos países da União Europeia com moeda própria, quanto à relação crescimento do sistema financeiro/crescimento da economia real.

Seria pertinente aplicar o mesmo tipo de estudo a países, individualmente considerados: será que a conclusão do excesso de crescimento do sistema financeiro é também perverso para o crescimento económico de países com níveis de desenvolvimento diferentes? A realidade da União Europeia é transmissível a países menos desenvolvidos?

Outro campo de investigação interessante seria analisar os desafios a nível da regulação, tendo em vista o atraso face ao contexto do desenvolvimento do sistema financeiro atual de muitos países, introduzindo variáveis explicativas que captem a regulamentação dos bancos centrais. Complementarmente, seria importante analisar se as medidas a nível da regulação que vários países e blocos económicos, como a União Europeia, estão a adotar em consequência da crise de 2008 têm surtido os efeitos desejados.

Bibliografia

- Aguiar, Á., & Drummond, I. (Agosto de 2004). Desenvolvimento do Sistema Financeiro e Crescimento Económico. *Caderno do Mercado de Valores Mobiliários - N.º18*, pp. 22-46.
- Aiginger, K. (2009). The Current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences. *WIFO Working Paper*.
- Allen, F., & Gale, D. (Abril de 2001). Comparative Financial Systems: A Survey. *Center for Financial Institutions Working Papers*, pp. 01-15.
- Alves, N. F. (Setembro de 2010). A transmissão da crise financeira e económica mundial de 2008 a Portugal. *Dissertação para obtenção do grau de Mestre em Economia Monetária e Financeira*. Portugal.
- Angela, A., Hung, J. K. (23 de Setembro de 2009). Defining and Measuring Financial Literacy. EUA: RAND Corporation.
- Arcand, J.-L., Berkes, E., & Panizza, U. (Junho de 2012). Too Much Finance. *IMF Working Paper*. International Monetary Fund.
- Associação Portuguesa de Bancos. (Junho de 2011). Boletim Informativo nº 46. Lisboa: Portugal.
- Associação Portuguesa de Bancos. (2 de 10 de 2013). Obtido em 12 de 08 de 2015, de Associação Portuguesa de Bancos: http://www.apb.pt/content/files/2013_10_02-Conferencia_Angola.pdf
- Associação Portuguesa de Bancos. (03 de 08 de 2015). Obtido em 03 de 08 de 2015, de Associação Portuguesa de Bancos: http://www.apb.pt/sistema_financeiro/o_que_e
- Associação Portuguesa de Bancos. (s.d.). *Associação Portuguesa de Bancos*. Obtido em 13 de 08 de 2015, de http://www.apb.pt/sistema_financeiro/instituicoes_financeiras

- Augusto, L. i. (2010). Crescimento Económico versus Desenvolvimento do Sistema Financeiro: O caso de Angola. *Dissertação de Mestrado em Economia*. Covilhã, Portugal: Universidade da Beira Interior.
- Barros, N., Silva, E. S., & Pereira, A. (Dezembro de 2014). Complexidade dos Mercados Financeiros. *Revista de Contabilidade & Finanças*, pp. 27-34.
- Beck, T., Degryse, H., & Kneer, C. (Julho de 2012). IS MORE FINANCE BETTER? Disentangling intermediation and size effect of Financial Dystems. *European Banking Center Discussion Paper, nº 2012-016*. Tilburg, Netherlands: European Banking Center.
- Berthelemy, J.-C., & Varoudakis, A. (Abril de 1996). Economic Growth, Convergence Clubs, and the Role of Financial Development. *Oxford Economic Papers. Vol.48, n.º2*, pp. 300-328.
- Bordo, M. D. (2008). An historical perspective on the Crisis of 2007-2008. Cambridge.
- British Broadcasting Corporation. (15 de 09 de 2008). *BBC Brasil*. Obtido em 08 de 12 de 2015, de http://www.bbc.com/portuguese/reporterbbc/story/2008/09/080915_lehman_qa_pu.shtml
- Brito, J. A. (2009). Sistema Financeiro e Caracterização Económica de Pequena Economia Insular. *Cabo Verde, Determinantes Financeiros do Investimento*. Coimbra, Portugal: Universidade de Coimbra:Faculdade de Economia.
- Buiter, W. H. (2007). Lessons from the 2007 financial crisis. *Paper submitted to the UK Treasury Select Committee, as background for my appearance before the Committee, 18*. CEPR Policy Insight.
- Carby, Y., Wood, A., Wright, A., & Craigwell, R. (2012). Finance and Growth Causality: A Test of the Patrick's Stage-of-Development. *International Journal of Business and Social Science. Vol. 3 No. 21*, 129-139.
- Cecchetti, S. G. (2008). The subprime series, part 1: Financial crises are not going. *The First Global Financial Crisis of the 21th Century*, pp. 21-23.

- Cecchetti, S., & Kharroubi, E. (Julho de 2012). Reassessing the impact of finance on growth. *BIS Working Papers*. Bank for International Settlements.
- Cecchetti, S., & Kharroubi, E. (Fevereiro de 2015). Why does financial sector growth crowd out real economic growth? *Working Papers No 490*. Bank for International Settlements.
- CMVM - Comissão do Mercado de Valores Mobiliários . (2009). *Crise Financeira Internacional e as suas repercussões no sistema Financeiro Nacional*. Portugal: CMVM.
- Colégio Web. (24 de 06 de 2014). *Colégio Web*. Obtido em 12 de 08 de 2015, de <http://www.colegioweb.com.br/historia/sucesso-e-fracasso-lehman-brothers-um-dos-maiores-bancos-da-historia.html>
- Comissão Europeia. (15 de Maio de 2014). Economic Review of the Financial Regulation Agenda. *Commission Staff Working Document*. Brussels, Bélgica: Comissão Europeia.
- Costa, S. D. (Julho de 2014). Concentração Bancária em Portugal: Uma análise de performance do sector bancário. Coimbra, Portugal: Universidade de Coimbra.
- Cunliffe, J. (13 de Maio de 2014). Ending Too Big to Fail – progress to date and remaining issues. Barclays European Bank Capital Summit, London: Bank of England.
- Dinardo, J., & Johnston, J. (1997). *Econometric Methods 4th Edition*. New York: McGraw-Hill Book Company.
- Fernando Faria de Oliveira. (2013). Um Sistema Bancário Forte, Moderno e Confiável para o Crescimento Económico. *Associação Portuguesa de Bancos*. Luanda.
- Finance Watch. (Novembro de 2014). What fiance for what growth? Bruxelas: Finance Watch.
- Foureaux, A. L. (Outubro de 2014). Too Big To Fail?: Estudo de caso do setor bancário Português. *Dissertação de Mestrado*. Braga, Portugal: Universidade do Minho.

- Fundação Francisco Manuel dos Santos. (01 de 07 de 2015). *Conhecer a Crise*. Obtido em 08 de 12 de 2015, de <http://www.conheceracrise.com/>
- Fundação Robert Schuman. (Abril de 2011). A Europa e a Crise Financeira Mundial. Portugal: Comissão Europeia.
- Goldsmith, R. W. (1969). *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press.
- Gordon, R. (2000). *Macroeconomia, 7ª edição*. Porto Alegre: Bookman.
- Graff, M. (Abril de 2012). Causal Links Between Financial Activity and Economic Growth: Empirical Evidence from a Cross–Country Analysis. *Bulletin of Economic Research*, v.54, n.2, pp. 119-133.
- Greene, W. H. (2002). *Econometric Analysis 5th Edition*. Upper Saddle River - New Jersey: Prentice-Hall Inc.
- Grupo Marktest. (19 de Junho de 2007). *Basef Seguros*. Obtido em 12 de Agosto de 2015, de Grupo Marktest: <http://www.marktest.com/wap/a/n/id~e15.aspx>
- Júnior, E. N. (Julho-Setembro de 2006). Desenvolvimento Financeiro e Crescimento Económico no Brasil – Uma Avaliação Econométrica. *Economia Aplicada*. vol 10, n°3, pp. 425-442.
- Júnior, S., & Silva, E. (Julho-Setembro de 2004). Sistema Financeiro e Crescimento Económico: Uma aplicação de regressão quântilica.
- Khan, A. (Setembro de 1999). Financial Development and Economic Growth. *Working Paper No. 99-11*. Philadelphia: Federal Reserve Bank of Philadelphia.
- Kindleberger, C. P. (1978). *Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises*. New York: Basic Books.
- Krugman, P. (2009). The Sum of All Fears. *New York Times*.
- Leão, E. C. (2009). A actual crise económica e a sua origem na esfera financeira. *Revista Dirigir*, 105, pp. 3-8.

- Levine, R. (1 de 6 de 1997). Financial development and economic growth: views and agenda. *Journal of economic literature*, Vol. 35, No. 2, 688–726.
- Levine, R. (Outubro de 2002). Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better? *Journal of Financial Intermediation*, pp. 398–428.
- Levine, R., & Demirgüç-Kunt, A. (Julho de 1999). Bank-Based and Market-Based Financial Systems: Cross-Country Comparisons. *World Bank Policy Working Paper No. 2143*. World Bank.
- Levine, R., & Demircug-Kunt, A. (2002). BANK-BASED AND MARKET-BASED FINANCIAL SYSTEMS.
- Levine, R., & Demircug-Kunt, A. (2004). *"Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets, and Development*. Massachusetts: MIT Press Books.
- Levine, R., & King, R. (Fevereiro de 1993a). Finance and Growth: Schumpeter Might be Right. *Financial Policy and Systems*, WPS 1083. The world Bank.
- Levine, R., & King, R. (1993b). Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence. *Journal of Monetary Economics*, 513-542.
- Marília Carrilho, P. C. (Junho de 2009). Crise Financeira Internacional: Causas e Disseminação. *Revista de Contabilidade e Finanças*, Nº 97, pp. 17-20.
- Matos, O. C. (Setembro de 2002). Desenvolvimento do Sistema Financeiro e Crescimento Econômico no Brasil: Evidências de Causalidade. *Trabalhos para Discussão 49*. Brasil: Banco Central do Brasil.
- Merton, R., & Bodie, Z. (1995). A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment. In K. A. D. B. Crane, *The Global Financial System: A Functional Perspective* (pp. 3-31). Boston: Harvard Business School Press.
- Minsky, H. P. (1974). The modeling of financial instability: An introduction. *Modeling and Simulation*, Vol. 5, Part 1, 267-272.
- Observatório das Desigualdades. (09 de 02 de 2015). *Observatório das desigualdades*. Obtido em 12 de 08 de 2015, de Aumento da pobreza e desigualdades em

- Portugal: <http://observatorio-das-desigualdades.com/2015/02/09/aumento-da-pobreza-e-desigualdades-em-portugal/>
- Ormazábal, R. T. (1998). Sistemas Financeiros e Financiamento do Desenvolvimento. *Textos de Apoio ao Mestrado em Desenvolvimento e Cooperação*. Lisboa: Centros de Estudos sobre África e do Desenvolvimento do ISEG.
- Patrick, H. T. (Janeiro de 1966). Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries. *Economic Development and Cultural Change*, Vol. 14, No. 2, pp. 174-189.
- Pavelescu, F. M. (2009). Savings-Investments Relationship in an Open Economy. *Romanian Journal of Economics*, 85-106.
- Rajan, R. (Novembro de 2005). Has Financial Development Made the World Riskier? *Working Paper 11728*, 313-369. Massachusetts: National Bureau of Economic Research.
- Rajan, R., & Zingales, L. (Janeiro de 1998). Financial Development and Growth. *The American Economic Review* vol.88, n.3, pp. 559 - 586.
- Revista Visão on-line. (17 de 02 de 2009). *Visão*. Obtido em 12 de 08 de 2015, de <http://visao.sapo.pt/termos-de-utilizacao=f496739>
- Santos, F. T. (2002). A Regulação do Sistema Financeiro. *O Sistema Financeiro e a Globalização*. Lisboa: CMVM.
- Shaw, J. G. (1960). *Money in a theory of finance*. Washington, D. C: Brookings Institution.
- Silva, A. B. (Outubro de 2011). O impacto da Crise Económica e Financeira actual no sector da Cortiça em Portugal. Lisboa.
- Singh, N., & Law, S. H. (2014). Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking & Finance*, 36-44.
- Startz, R., Dornbush, R., & Ficher, S. (1998). *Macroeconomia, Sétima Edição*. McGraw-Hill.

- Teles, L. (20 de Março de 2015). Estatísticas de empréstimos concedidos pelo setor financeiro. *17ª Reunião da Secção Permanente de Estatísticas Económicas*. Portugal: Banco de Portugal.
- Thorsten Beck, R. L. (1999). Finance and the sources of growth. *Journal of Financial Economics* , 261 - 300.
- Tobin, J. (1965). Money and Economic Growth. *Econometrica*, vol.33, 671-684.
- Viñals, J. (8 de Dezembro de 2009). Too Important to Fail? Internacional Monetary Fund .
- Wang, Z. B. (1997). Financial development and growth. *Economic Review*.
- Wolf, M. (27 de Janeiro de 2009). Why dealing with the huge debt overhang is so hard. Financial Times.
- Zhang, L., Bezemer, D., & Grydaki, M. (2014). Is Financial Development Bad for Growth? *SOM Research Reports. Vol.14016-GEM*. Groningen, Germany: University of Groningen, SOM research school.

Apêndice

Apêndice 1: Quadro resumo das vantagens e desvantagens de cada tipo de Sistema Financeiro

Sistema Financeiro	Vantagens	Desvantagens
Bancos	<ul style="list-style-type: none">• Adquire informação sobre as empresas e gestores, melhorando assim a alocação de recursos e o <i>Corporate Governance</i>;• Diminui o custo de monitorização;• Aumenta a probabilidade de realização de investimentos mais produtivos;• Reduz o risco moral pós-crédito mediante um acompanhamento eficaz;• Gestão transversal e do risco de liquidez aumentado assim a eficiência do investimento e o crescimento económico;• Mobiliza o capital para explorar economia de escala;• Os grandes bancos Tem maior facilidade em obrigar as empresas a reembolsar as dívidas;• Pode explorar economias de escala no processo de informação através de uma relação de longo prazo com as empresas reduzindo assim o custo e as distorções da assimetria de informação;	<ul style="list-style-type: none">• Os grandes bancos podem “frustrar” a inovação ao “cobrar” para fornecer informação e proteger as empresas com as quais tem uma forte/longa relação;• Os grandes bancos com poucas restrições regulamentares podem compactuar com os gestores contra os credores impedindo assim uma boa <i>corporate governance</i>;• Problemas relacionados com o “<i>too big to fail</i>”
Mercados	<ul style="list-style-type: none">• Maior incentivo para as empresas de investigação uma vez que é mais fácil lucrar com a informação proveniente dessas empresas em mercados líquidos;• Reforça o <i>corporate governance</i> ao facilitando o Takeovers, e “submete” a compensação dos gestores aos resultados das empresas;• Facilita a gestão de risco;• Agrega sinais difusos de informações e transmite de forma eficaz aos investidores com implicações benéficas para o financiamento das empresas e crescimento económico;• Promove as transações uma vez que permite uma maior especialização tecnológica;	<ul style="list-style-type: none">• Mercados muito desenvolvidos rapidamente e publicamente revelam as informações, o que desincentiva os investidores a adquirir informação;• Em mercados líquidos os investidores podem vender as suas ações a um preço muito baixo uma vez que não existe um grande incentivo para um controlo corporativo rigoroso;

Fonte: Elaboração própria, com dados provenientes de Levine e Demirgüç-Kunt, 1999; Allen e Gale (2001); Levine e Demirgüç-Kunt (2002).

Apêndice 2: Quadro síntese de estudos Empíricos sobre a relação negativa/limiar de crescimento

Estudo	Hipótese	Amostra	Método	Variáveis	Resultados
Deidda e Fattouh (2011)	Não linearidade na relação entre DF e CE	119 Países, 1960-89	Cross Country OLS regressions	<ul style="list-style-type: none"> • RGDP • SEC • LLY Controlo <ul style="list-style-type: none"> • GC • OPEN • INF • CIVIL • NREV 	<p>(1) Alto nível de desenvolvimento financeiro está associado a altas taxas de crescimento em países com elevados rendimentos. Em países com baixo rendimento per capita, não existe uma relação significativa.</p> <p>(2) Profundidade financeira é um bom preditor do crescimento.</p>
Arcand, Berkes e Panizza (2012)	Existência de um limiar acima do qual o desenvolvimento financeiro deixa de exercer um efeito positivo no crescimento	99 Países, 1960-10	Cross Country OLS Regressions	<ul style="list-style-type: none"> • RGDP • PC Controlo <ul style="list-style-type: none"> • EDU • GC • OPEN • INF 	<p>(1) Os resultados sugerem que as finanças começam a ter um efeito negative no crescimento quando o crédito ao setor privado atinge 80 – 100% do PIB</p> <p>(2) Os resultados são consistentes com o <i>Vanishing effect</i> do desenvolvimento financeiro, evidenciando que não são movidos pela volatilidade da produção, crises bancárias, baixa qualidade institucional, ou por diferenças na regulação e supervisão bancária.</p>
Cecchetti e Kharroubi (2012)	Existência de um limiar de crescimento do SF. O Desenvolvimento do SF pode prejudicar o crescimento da produtividade agregada	50 Países (desenvolvido e emergentes) de 1980-2009	Dados em painel	<ul style="list-style-type: none"> • PC • GDPW Controlo <ul style="list-style-type: none"> • PC • GDPW • GC • INF 	<p>(1) Um típico <i>boom</i> financeiro atrai demasiados recursos para si (recursos físicos, humanos, etc), que são desviados da economia;</p> <p>(2) O elevado Crescimento do emprego no sistema financeiro tem prejudicado a crescimento da produtividade</p>

Estudo	Hipótese	Amostra	Método	Variáveis	Resultados
Cecchetti e Kharroubi (2013)	Crescimento do SF favorece os projetos de baixo rendimento e que oferecem grandes garantias em detrimento dos projetos de elevados rendimentos, mas que oferecem baixas garantias	15 Países OCDE 2000–2008	Cross Country and industries OLS Regressions	<ul style="list-style-type: none"> • LPG • PC • FSD • PCB • BSD • FI 	<p>(1) As indústrias que competem por recursos com o setor financeiro são particularmente prejudicados pelo <i>boom</i> financeiro;</p> <p>(2) As indústrias de I&D intensivo são particularmente prejudicadas pelo <i>boom</i> financeiro uma vez que oferecem poucas garantias;</p> <p>(3) Extraíndo recursos da economia real, o crescimento do setor financeiro tornasse num obstáculo para o crescimento.</p>
Bezemer, Grydaki e Zhang (2014)	Apesar do aumento do desenvolvimento, a partir de certo limiar estar negativamente relacionado com o crescimento, alguns tipos de créditos podem ter um efeito positivo sobre o crescimento.	46 Países da OCDE, de 1990-2011	Dados em painel.	<ul style="list-style-type: none"> • RGDP • CST • CFL <p>Controlo</p> <ul style="list-style-type: none"> • OPEN • GC • INF • EDU 	<p>(1) O crescimento do crédito privado só começou a ter efeitos negativos sobre a economia a partir da década de 90;</p> <p>(2) O crédito ao às empresas não financeiras está positivamente correlacionada com o crescimento; o crédito às empresas financeiras e destinado ao mercado de ativos está negativamente correlacionado com o crescimento.</p>

Fonte: Elaboração própria

Notas:

RGDP = Crescimento do PIB real *per capita*;

SEC = Taxa de matrícula na escola secundária;

LLY = Passivos líquidos / PIB;

GC = Consumo do Governo/ PIB;

OPEN = importações + exportações / PIB;

INF = Taxa de inflação;

CIVIL = Índice de liberdade civil;

NREV = Número de revoluções;

PC = Crédito ao setor privado/ PIB

EDU = Nível médio de escolaridade

LPG = Crescimento da produtividade do trabalho

FSD = Depósitos do Sistema Financeiro/PIB

PCB = Crédito Privado concedido por Bancos

BA = Ativos Bancários/PIB

FI = Valor acrescentado pela intermediação financeira

CST = Stock de crédito;

CFL = Fluxo de crédito.

GDPW = Produtividade real por trabalhador

WPOP = População Ativa

Anexos

Anexo 1: Desagregação dos setores institucionais - SEC2010

Sociedades financeiras	Instituições financeiras monetárias (IFM)	Banco de Portugal		
		Outras instituições financeiras monetárias	Entidades depositárias exceto o banco central	Bancos Caixas económicas Caixas de crédito agrícola mútuas
			Fundos do mercado monetário (FMM)	
	Instituições financeiras não monetárias (IFNM)	Fundos de investimento exceto FMM		
		Outros intermediários financeiros exceto SSFP	Contrapartes centrais Sociedades de capital de risco Sociedades de <i>factoring</i> Sociedades de locação financeira Sociedades financeiras de corretagem Sociedades financeiras para aquisições a crédito Sociedades de desenvolvimento regional Sociedades de fomento empresarial Sociedades de investimento Sociedades emittentes ou gestoras de cartões de crédito Sociedades de titularização de créditos Sociedades de garantia mútua Instituições financeiras de crédito Fundos de titularização de créditos Outros intermediários financeiros	
		Auxiliares financeiros	Auxiliares de seguros Agências de câmbios Sociedades corretoras Sociedades gestoras de fundos de investimento Sociedades gestoras de fundos de titularização de créditos Sociedades gestoras de fundos de pensões Sociedades gestoras de patrimónios Sociedades administradoras de compras em grupo Sociedades mediadoras do mercado monetário e do mercado de câmbios Sedes sociais de sociedades financeiras Instituições de pagamentos Outros auxiliares financeiros	
Instituições financeiras cativas e prestamistas	Holdings financeiras Holdings não financeiras Prestamistas Trusts e outras atividades similares Sociedades de finalidade especial que obtêm financiamento para a empresa-mãe Outras Instituições financeiras cativas e prestamistas			
Sociedades de seguros e fundos de pensões (SSFP)				

Fonte: Banco de Portugal

